

Influência do *enforcement* fiscal do país na relação entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia de lucros dos analistas financeiros

Jislene Trindade Medeiros

<https://orcid.org/0000-0003-0941-0228> | E-mail: jislenetm@gmail.com

Márcia Martins Mendes De Luca

<http://orcid.org/0000-0002-9995-5637> | E-mail: marciammdeluca@gmail.com

Alessandra Carvalho de Vasconcelos

<http://orcid.org/0000-0002-6480-5620> | E-mail: alevasconcelos.ufc@gmail.com

Resumo

Objetivo: examinar a influência do *enforcement* fiscal no país na relação entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia da previsão de lucros dos analistas financeiros.

Método: a partir de dados de uma amostra constituída por 4.775 empresas de 35 países, no período de 2001 a 2019, fez-se uso de estatística descritiva, análise de correlação e testes de regressão por mínimos quadrados ordinários.

Resultados: verificou-se que, sistematicamente, os analistas financeiros emitem previsões de lucros otimistas e observou-se que a surpresa na despesa fiscal é incrementalmente relevante para a surpresa nos lucros ao explicar os erros futuros dos analistas, e que esses intermediários de informações não incorporam de forma eficiente as informações fiscais ao emitir suas expectativas de lucros. Confirmou-se ainda que, em ambientes de maior *enforcement* fiscal, os analistas utilizam as informações fiscais de forma mais eficiente e melhoram a acurácia da previsão dos lucros, no entanto, ao excluir da amostra as empresas norte-americanas os resultados se tornaram insignificantes.

Contribuição: esses achados destacam a importância do *enforcement* fiscal e das informações fiscais na formação das expectativas dos analistas financeiros sobre o desempenho futuro, provendo maior eficiência ao mercado de capitais.

Palavras-chave: Analistas Financeiros, Previsão de Lucros, Surpresa na Despesa Fiscal, *Enforcement* Fiscal.

1 Introdução

Considerados intermediários de informações no mercado de capitais, os analistas financeiros coletam, organizam e distribuem informações sobre as empresas (Kirk et al., 2014). Ao incorporar essas informações em suas expectativas e previsões de lucros, ajudam a aprimorar o ambiente informacional e aumentar a função de monitoramento para os investidores (Sualihu et al., 2021; Wang, 2019).

Abarbanell e Bushee (1997) afirmam, por outro lado, que pode haver limite na capacidade dos analistas financeiros de usar as informações disponíveis em suas avaliações e previsões de lucros. Informações fiscais complexas, como, por exemplo, a contabilização do imposto de renda, podem levar os analistas financeiros a cometerem erros de previsão de lucros e a uma menor acurácia nas previsões.

Graham et al. (2012) afirmam que as evidências de como o mercado utiliza as informações de natureza tributária são inconsistentes e argumentam que a ineficiência dos participantes do mercado quanto à utilização das informações fiscais pode estar relacionada, principalmente, ao fato de as declarações fiscais serem confidenciais, e a única fonte de apresentação dessas informações é o relatório financeiro.

Além disso, Dhaliwal et al. (2004) argumentam que, considerando-se que os componentes da despesa com o imposto de renda envolvem, além de cálculos complexos para sua estimação, as estratégias de planejamento tributário adotadas pela empresa, as informações relacionadas são frequentemente criticadas por serem obscuras, incompletas e não padronizadas, podendo ser oneroso processar as informações relacionadas a esse tributo (Weber, 2009).

Desai et al. (2007) argumentam que a autoridade tributária atua como um mecanismo de monitoramento corporativo e que, em ambientes de mais intensa fiscalização, há um aumento na validade e credibilidade da informação fiscal contida no relatório financeiro. Consistentemente com esse entendimento, Kerr (2019) aponta evidências de que a informatividade da surpresa na despesa fiscal é maior para as empresas sediadas em países com maior *enforcement fiscal* e que o *value relevance* incremental da surpresa na despesa fiscal está quase inteiramente contido em sua interação com o nível de *enforcement fiscal*.

Observando que quando as informações contábeis são divulgadas o mercado não incorpora totalmente as informações fiscais, Hanlon et al. (2005) e Thomas e Zhang (2011) evidenciam que maiores despesas com imposto de renda de período a período (surpresa na despesa fiscal) estão positivamente correlacionadas aos retornos contemporâneos e futuros. Os autores concluem que a surpresa na despesa fiscal contém informações sobre os lucros futuros que não são incluídas no lucro atual e que captura informações incrementais àquelas contidas no lucro contábil.

Entretanto, segundo Weber (2009), a utilização de informações fiscais para a formação de expectativas eficientes dos analistas financeiros continua sendo uma questão em aberto. Diante do exposto, este estudo tem o objetivo de examinar a influência do *enforcement fiscal* do país na relação entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia da previsão de lucros dos analistas financeiros.

Utilizou-se uma amostra que reúne empresas de 35 países com ações negociadas no mercado de capitais estadunidense, dada a relevância de entender se os analistas financeiros efetivamente usam informações fiscais para elaborar de forma eficiente suas expectativas de lucros ao emitir previsões de lucros, devido ao papel de destaque que tais agentes desempenham como intermediários de informações e às implicações de suas previsões de lucros para a alocação de recursos no mercado de capitais.

O presente estudo contribui para enriquecer a literatura que investiga o conteúdo informativo das informações fiscais disponíveis nos relatórios financeiros em uma amostra contendo empresas de vários países, ao ampliar a compreensão sobre o impacto da surpresa na despesa fiscal na acurácia futura de previsão de lucros dos analistas financeiros, além de apresentar resultados do interesse de distintos *stakeholders*. Especialmente, aos analistas financeiros são reveladas evidências de que o conteúdo informacional da surpresa na despesa fiscal promove menos acurácia em suas previsões de lucros, sugerindo que eles devem processar e interpretar essas informações de forma mais completa a fim de melhorar suas previsões de lucros.

Além disso, ao demonstrarem que as previsões dos analistas financeiros sobre os lucros futuros têm um viés otimista e que eles falham ao incorporarem as informações sobre a surpresa na despesa fiscal e emitem previsões de lucros de mais baixa qualidade para o mercado, os investidores devem estar cientes dessa ineficiência no relato das previsões dos analistas financeiros, para que adotem melhores decisões de alocação de recursos, principalmente em ambientes de menor monitoramento pela autoridade fiscal.

2 Revisão de Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

Os analistas financeiros coletam informações públicas e privadas (Healy & Palepu, 2001), analisam e produzem para os investidores informações com potencial de influenciar o preço dos ativos, transmitindo informações sobre os fluxos de caixa futuros (Kothari et al., 2016). Segundo Healy e Palepu (2001), esses intermediários de informações empregam maior eficiência e valor ao mercado de capitais, além de emitir previsões de lucros mais precisas do que os modelos de séries temporais, possivelmente porque são capazes de incorporar em suas previsões, de forma mais oportuna, notícias da empresa e da economia.

Easterwood e Nutt (1999) argumentam que se o mercado trata as previsões de lucros dos analistas como racionais e estatisticamente ótimas, então, as previsões ineficientes podem ter implicações para a eficiência da precificação no mercado de títulos. Alguns estudos mostram que as previsões de lucros dos analistas financeiros são tendenciosas e que estes reagem de forma insuficiente ou exagerada a novas informações (Abarbanell & Bernard, 1992; De Bondt & Thaler, 1990; Easterwood & Nutt, 1999), indicando que os analistas financeiros não incorporam de forma completa e racional os dados publicamente disponíveis em suas previsões de lucros.

De Bondt e Thaler (1990) demonstram que as mudanças nos lucros maiores do que as previstas estão associadas a uma menor precisão da previsão futura de lucros dos analistas financeiros. Já Abarbanell e Bernard (1992) afirmam que os analistas financeiros não incorporam de forma eficiente nas suas previsões futuras de lucros as notícias de lucros anteriores e argumentam que eles subestimam as implicações das mudanças anteriores nos lucros e se tornam mais otimistas após más ou boas notícias, isto é, as mudanças negativas ou positivas nos lucros são seguidas por surpresas negativas nas previsões de lucros.

Easterwood e Nutt (1999), após examinar se os analistas financeiros incorporam com eficiência as informações contidas no desempenho do ano anterior, observaram que os analistas financeiros reagem de forma insuficiente às informações negativas e de modo exagerado às informações positivas, ao emitirem suas previsões de lucros, já que não refletem de modo proporcional às informações contidas nas alterações negativas ou positivas no desempenho anterior nas suas expectativas de lucros. Segundo os autores, os achados da pesquisa confirmam a visão de que, sistematicamente, os analistas financeiros reagem às informações, sejam elas positivas ou negativas, de maneira otimista (Easterwood & Nutt, 1999).

Nutt et al. (1999) identificaram que os estudos anteriores não analisaram a possibilidade de que as reações dos analistas fossem decorrentes da natureza das informações, ou seja, boas ou más notícias, e reexaminaram a correlação serial nos erros de previsão de lucros, a fim de investigar se os analistas reagem de maneira diferente dependendo da natureza das informações que recebem. Os autores encontraram indícios de que os erros de previsão de lucros de um período estão correlacionados com os erros dos períodos anteriores, em que o erro de previsão de lucros é maior quando há más notícias e menor quando há boas notícias, sinalizando, nesse último caso, maior acurácia da previsão de lucros (Nutt et al., 1999).

Assim como Olsen (1996), Nutt et al. (1999) concluíram que os analistas financeiros tendem a emitir previsões de lucros otimistas superestimando os lucros subsequentes e apregoam que esse otimismo também pode ser verificado em suas reações às novas informações. Ao responder de forma otimista, os analistas financeiros produzem erros de previsão de lucros positivamente correlacionados às más notícias, e, em contraste, ao reagir de forma exagerada às boas notícias, tendem a emitir previsões de lucros com erros negativamente correlacionados às boas notícias, ou seja, elas não promovem uma maior acurácia na previsão de lucros (Nutt et al., 1999).

Segundo Ohlson e Penman (1992) e Thomas e Zhang (2014), maiores receitas são “boas” notícias para os investidores, enquanto maiores despesas são “más” notícias, e os retornos devem responder de acordo. Partindo desse entendimento, ao reunir informações sobre a empresa para produzir novas informações, incluindo a emissão de previsão de lucros, recomendações de compra/venda e preços-alvo, os analistas financeiros tendem a considerar como más notícias maiores despesas tributárias de período a período – relatados nas demonstrações financeiras, já que implicam maiores saídas de caixa para as autoridades fiscais e menos caixa disponível para os acionistas (Baik et al., 2016).

Apesar de argumentar que despesas são “más” notícias e que maiores despesas resultariam em menores retornos, Ohlson e Penman (1992) evidenciaram uma correlação positiva entre despesas tributárias e os retornos contemporâneos das empresas, enquanto Lev e Thiagarajan (1993) encontraram uma correlação positiva entre as mudanças nas taxas efetivas de impostos (ETR) e o retorno corrente, segundo o autor, um lucro tributável mais baixo é visto pelos analistas financeiros/investidores como uma má notícia.

Ao investigar a capacidade da relação entre o lucro tributável e o lucro contábil de prever o crescimento dos lucros, Lev e Nissim (2004) observaram que a proporção do imposto de renda sobre o lucro contábil prevê o crescimento futuro dos lucros por até cinco anos. Hanlon et al. (2005) encontraram evidências de que o lucro tributável é uma medida alternativa do desempenho da empresa, e que, no curto prazo, uma maior despesa fiscal pode transmitir boas notícias aos investidores, já que pode ser um indicativo de crescimento dos lucros.

Contudo, Ayers et al. (2008) observaram uma associação negativa entre as mudanças positivas nas informações da *book-tax difference* (BTD) e as mudanças nas classificações de crédito, sendo que as revisões nas classificações de crédito parecem ser mais negativas quando as empresas têm grandes mudanças nas BTDs, concluindo que os analistas financeiros das agências de *ratings* consideram as mudanças positivas nas BTDs uma má notícia.

Investigando se os analistas financeiros que emitem recomendação de venda usam informações da BTD para formar expectativas eficientes de lucros, Weber (2009) evidencia que as previsões dos analistas financeiros do mercado estadunidense são, em média, mais otimistas para as empresas com lucro tributável menor do que o lucro contábil, indicando uma falha em prever que essas empresas tendem a ter lucros futuros mais baixos, o que, segundo ele, sinaliza que os analistas financeiros não conseguem incorporar totalmente em suas previsões de lucros as informações relacionadas às BTDs.

Thomas e Zhang (2011) observaram que as mudanças sazonais nas despesas fiscais trimestrais (surpresas nas despesas fiscais) estão positivamente correlacionadas aos retornos futuros das ações, e concluíram que os investidores inicialmente reagem de forma insuficiente às implicações das surpresas nas despesas fiscais nos lucros futuros, e respondem de forma mais completa quando esses lucros são realizados.

Baik et al. (2016) investigaram se as previsões de lucros antes dos impostos mitigam a reação insuficiente às implicações das surpresas nas despesas fiscais nos lucros futuros, e descobriram que as previsões de lucros antes dos impostos enfraquecem significativamente a relação positiva entre a surpresa das despesas fiscais e os retornos futuros documentada por Thomas e Zhang (2011), já que ajuda os investidores a reconhecer a persistência da surpresa das despesas fiscais atuais para os lucros futuros.

Observa-se que a literatura que se concentra em examinar se as informações fiscais apresentadas nas demonstrações financeiras contêm dados relevantes sobre o valor da empresa fornece evidências de que maiores despesas fiscais de período a período (surpresas nas despesas fiscais) estão positivamente correlacionadas a retornos contemporâneos e futuros, preços de ações e crescimento de lucros, e que essas informações são incrementais às informações contidas nas surpresas dos lucros (Baik et al., 2016; Graham et al., 2012; Hanlon et al., 2005; Kerr, 2019; Thomas & Zhang, 2011).

Thomas e Zhang (2014) argumentam que a despesa fiscal tem assumido duas funções: de correspondência e de *proxy* de rentabilidade futura. A função de correspondência sinaliza que uma maior despesa fiscal atual é uma má notícia, já que implica uma maior saída de caixa, devido a um maior pagamento de tributos; e a função de *proxy* de rentabilidade futura indica que uma maior despesa fiscal de período a período (surpresa na despesa fiscal) é uma boa notícia, porque uma maior despesa fiscal contemporânea implica uma maior rentabilidade futura.

Apesar de a despesa fiscal ser um custo da empresa e maiores despesas fiscais de período a período indicarem uma maior saída de caixa para as autoridades fiscais e menos caixa disponível para os acionistas (Baik et al., 2016), uma maior despesa fiscal corrente em relação à despesa fiscal do ano anterior (surpresa na despesa fiscal) pode ser entendida pelos analistas financeiros como uma boa notícia, já que pode demonstrar indícios de que a empresa apresentará maior crescimento e rentabilidade futura.

Considerando-se as evidências de que os analistas financeiros tendem a emitir previsões otimistas, superestimando os lucros corporativos subsequentes, ou falham em incorporar as implicações das despesas fiscais em suas previsões (Weber, 2009), maiores surpresas nas despesas fiscais de período a período tendem a estar positivamente associadas a seus eventuais erros de previsão de lucros. Ademais, alinhado ao defendido por Easterwood e Nutt (1999) de que os analistas financeiros reagem de forma insuficiente às boas e às más notícias, e que, em ambos os casos, são otimistas em relação às expectativas para o período subsequente, formula-se a primeira hipótese de pesquisa:

H2: Quanto maior for a surpresa na despesa fiscal, maior será o erro futuro das previsões de lucros dos analistas financeiros.

A literatura documenta uma correlação sistemática entre o sistema jurídico de um país e o desenvolvimento e liquidez de seus mercados financeiros (Lerner & Schoar, 2005). Admati (2017) ressalta que em países onde o sistema legal é bem menos desenvolvido e o nível de *enforcement* é baixo, geralmente também pode ser observado algum tipo de intervenção política, ineficiência e corrupção nos tribunais. Isso porque o *enforcement* legal diz respeito à atividade voltada para assegurar a observância da legislação de uma área específica e pode diferir significativamente de país para país (La Porta et al., 2000).

Hope (2003) investigou uma amostra constituída por empresas de 22 países para analisar a relação entre o erro das previsões dos analistas e o nível de *enforcement* dos padrões contábeis, e verificou que um nível mais alto de *enforcement* está associado a uma maior acurácia na previsão de lucros, concluindo que um nível mais elevado de *enforcement* incentiva os gestores a seguir as regras contábeis vigentes e, por sua vez, reduz a incerteza dos analistas financeiros sobre os lucros futuros.

Lerner e Schoar (2005) descobriram que as transações realizadas em países com alto *enforcement* legal têm avaliações e retornos mais elevados e indícios de que os investidores de países de baixo *enforcement* legal enfrentam mais dificuldade e custos mais altos na execução de contratos, em grande parte devido à incapacidade de aplicação das leis. Segundo esses autores, as transações variam de acordo com o *enforcement* legal do país, que exerce um impacto crítico nas relações contratuais da firma, seja ele medido diretamente ou por meio da origem legal.

A autoridade tributária é um mecanismo de monitoramento das pessoas jurídicas que afeta o mercado de capitais e o custo de financiamento da empresa (Desai et al., 2007). O *enforcement* fiscal, além das leis e taxas fiscais, pode influenciar as empresas por meio da geração de benefícios para os acionistas e melhorar o desempenho geral corporativo em longo prazo, já que não apenas monitora as operações da empresa, mas também desempenha um importante papel na supervisão e monitoramento dos gestores, aumentando a confiança dos investidores e a liquidez do mercado de capitais, pois, quando os investidores compram ações, o preço inclui o prêmio de um ambiente de forte fiscalização (Xu et al., 2011).

Segundo Mironov (2013), um maior *enforcement* fiscal, ao reduzir o desvio de receita, leva a um maior desempenho empresarial. Hanlon et al. (2014) evidenciam que um maior *enforcement* fiscal está negativamente associado aos *accruals* discricionários, que são uma medida de transparência e qualidade dos relatórios financeiros. Além disso, Bauer et al. (2021) indicam que as empresas sediadas em países com *enforcement* fiscal mais rígido têm menor acúmulo de más notícias, o que, por sua vez, ajuda a reduzir o risco de queda do preço das ações. Assim, os resultados observados nesses estudos apresentam indícios de que um maior *enforcement* fiscal está positivamente correlacionado à qualidade do ambiente de informação corporativo.

Considerando que o papel da surpresa da despesa fiscal como *proxy* de rentabilidade futura é uma função dos sistemas de mercado de capitais, financeiro e tributário, que variam de país para país, Kerr (2019), em uma amostra internacional, evidenciou que, além de a *tax surprise* (surpresa na despesa fiscal) ser *proxy* de rentabilidade futura da empresa e possuir poder informacional incremental às surpresas nos lucros, quanto maior for o *enforcement* fiscal, maior será a relevância informacional da *tax surprise*, e que o *value relevance* da *tax surprise* está principalmente contido em sua interação com o *enforcement* fiscal.

Em países com nível mais alto de *enforcement* fiscal, em que há maior aderência às regras e regulamentos fiscais, as autoridades arrecadadoras de tributos, ao atuar como um mecanismo externo de governança e monitorar as práticas corporativas, podem gerar melhorias nos sistemas de informações internas, inibir o comportamento discricionário dos gestores e aumentar a qualidade e relevância da informação fiscal reportada nas declarações fiscais e nas demonstrações financeiras (Bauer et al., 2021; Desai et al., 2007; Gallemore & Jacob, 2020; Hanlon et al. 2014; Kerr, 2019; Xu et al., 2011).

Além disso, o *enforcement* fiscal pode ajudar a reduzir a probabilidade e a quantidade de desvios de lucros por meio de *tax avoidance*, o que leva a um maior desempenho relatado e o torna uma medida mais precisa do desempenho econômico da empresa (Gallemore & Jacob, 2020; Mironov, 2013). Nesse sentido, os analistas financeiros que emitem previsões de lucros para empresas sediadas em países com maior *enforcement* fiscal podem atribuir maior credibilidade e mais confiança às informações fiscais apresentadas pelas empresas nas demonstrações financeiras, e incorporar em suas previsões de lucros, de forma mais eficiente, as implicações da surpresa na despesa fiscal. Em razão do exposto, propõe-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2: O nível de *enforcement* fiscal do país atenua a associação positiva entre a surpresa na despesa fiscal e o erro de previsão de lucros dos analistas financeiros.

3 Método da Pesquisa

A amostra reúne 4.775 empresas de 35 países com ações negociadas nas bolsas de valores estadunidenses, que, além de disponibilizar seus dados financeiros na Compustat *North America*, possuem as correspondentes previsões de lucros no *Institutional Brokers Estimative System* (I/B/E/S) e disponibilizam seus dados no *website* do IMD *World Competitiveness Online*, relacionados ao *enforcement* fiscal, e no banco de dados da Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento (OCDE), referentes às alíquotas corporativas máximas do imposto de renda dos respectivos países.

Devido à disponibilidade de dados no momento da coleta, o período de análise compreendeu os exercícios do período de 2001 a 2019. Além da exclusão dos *outliers*, foram excluídas da amostra as instituições financeiras e as empresas localizadas em países com alíquota zero (0%) de imposto de renda, pois possuem características fiscais que as distinguem das demais companhias, de modo que a não exclusão poderia resultar em distorções nos resultados. Dessa forma, a amostra da pesquisa registrou 35.237 observações de 4.775 empresas distribuídas em 35 países, referentes aos exercícios anuais do período de 2001 a 2019.

Cabe destacar que os Estados Unidos concentram a quase totalidade da amostra, representando 88,66% das observações e 86,53% das empresas. Para mitigar essa heterogeneidade e empregar mais robustez aos resultados, as principais análises do estudo são realizadas tanto para a amostra como um todo (4.775 empresas e 35.237 observações) quanto para o grupo das 643 empresas não estadunidenses e suas 3.997 observações.

Para testar a primeira hipótese quanto ao impacto da surpresa na despesa fiscal sobre o erro futuro da previsão de lucros dos analistas financeiros, são utilizadas duas regressões representadas pelos Modelos I e II.

$$ERRF_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TAXSURP_{i,t} + \beta_2 EARN SURP_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ACC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 D_PLAIR_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 ERRF_{i,t-1} + \beta_9 CSTR_{i,t} + \beta_{10} TAXENF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Modelo I})$$

$$ERRF_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TAXSURPI_{i,t} + \beta_2 EARN SURP_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ACC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 D_PLAIR_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 ERRF_{i,t-1} + \beta_9 CSTR_{i,t} + \beta_{10} TAXENF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Modelo II})$$

A variável dependente é o erro futuro de previsão dos analistas financeiros. Considerando a finalidade de investigar o relacionamento entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia da previsão de lucros dos analistas financeiros, as análises são concentradas nas previsões dos analistas financeiros realizadas no período subsequente ($t+1$) à divulgação dos lucros do ano t pelas empresas, ou seja, utilizou-se a primeira previsão de lucros após o anúncio do lucro do período anterior, semelhante ao adotado por Weber (2009).

Ao utilizar a primeira previsão de lucros do ano subsequente à divulgação dos lucros no ano t , acredita-se que os analistas financeiros já tenham acesso a todas as informações importantes relatadas nas demonstrações financeiras anuais das empresas, sendo possível, portanto, verificar de forma mais direta como os analistas financeiros interpretam e incorporam as informações das surpresas nas despesas fiscais em suas previsões sobre o desempenho econômico futuro das companhias.

O erro futuro de previsão dos analistas foi obtido no banco de dados do *Institutional Brokers Estimative System* (I/B/E/S). Essa variável é calculada pela diferença entre a média do consenso da previsão de lucros por ação dos analistas para a empresa i no ano $t+1$ e o lucro líquido por ação real (divulgado) (EPS) da empresa i no ano $t+1$ dividida pela média do consenso da previsão de lucros para a empresa i no ano $t+1$.

A primeira variável independente é a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP), mensurada segundo Kerr (2019) e Thomas e Zhang (2011, 2014) como a despesa total dos tributos sobre o lucro da empresa i no ano t menos a despesa total dos tributos sobre o lucro da empresa i no ano $t-1$, ponderada pelo Ativo da empresa i no ano $t-1$ (Equação 1).

$$TAXSURP_{i,t} = \frac{ETAX_{i,t} - ETAX_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} \quad (\text{Equação 1})$$

Kerr (2019) afirma que a parte inexplicável da surpresa da despesa fiscal (TAXSURPI), por medir diretamente o conteúdo incremental da informação da surpresa na despesa fiscal, possibilita inferências mais diretas da relevância dessa informação. Por conseguinte, por meio do Modelo II, é analisado o relacionamento entre a TAXSURPI e a precisão da previsão de lucros dos analistas financeiros. A TAXSURPI é mensurada por meio da estimação do erro da regressão (ε) entre a surpresa da despesa fiscal (TAXSURP) e a surpresa nos lucros antes dos impostos (EARN SURP), mensurado por ano e país com controle para o setor, de acordo com a Equação 2.

$$TAXSURP_{i,t} = \alpha + \beta_1 EARN SURP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equação 2})$$

Em que:

TAXSURP = despesa total dos tributos sobre o lucro da empresa i no ano t menos a despesa total dos tributos sobre o lucro da empresa i no ano $t-1$, ponderada pelo Ativo da empresa i no ano $t-1$;

EARN SURP = lucro antes dos impostos da empresa i no ano t menos lucro antes dos impostos da empresa i no ano $t-1$, ponderada pelo Ativo da empresa i no ano $t-1$;

ε = Termo de erro da regressão da empresa i no período t .

Alinhadas à literatura anterior, as variáveis de controle no nível da empresa incluídas no modelo são: o tamanho da empresa (TAM), medido pelo logaritmo natural do Ativo da empresa no início do ano, que é positivamente correlacionado com o erro de previsão (Weber, 2009); os *accruals* (ACC) estimados de acordo com Weber (2009), que são negativamente correlacionados com o erro de previsão (Weber, 2009); a rentabilidade sobre o Ativo (ROA), mensurada como lucro operacional ponderado pelo Ativo, que é positivamente correlacionado com o erro futuro de previsão de lucros (McVay et al., 2006); BIG4 que assume o valor 1 para sinalizar se a empresa é auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria do mundo (Weber, 2009); os erros de previsão do ano anterior ($ERRP_{t-1}$) (Abarbanell & Bernard, 1992; Weber, 2009); a surpresa nos lucros (EARN SURP) (Baik et al., 2016; Kerr, 2019; Thomas & Zhang, 2011); e a variável *dummy* D_PLAIR, que assume o valor 1 para indicar as empresas com previsão de lucros antes dos impostos (Baik et al., 2016).

Em nível de país, semelhantemente ao estudo de Kerr (2019), são incluídas no modelo as seguintes variáveis de controle: a alíquota máxima dos tributos sobre o lucro aplicável às empresas do país (CSTR), coletada no banco de dados da Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento (OCDE), e uma variável correspondente ao índice de evasão fiscal do país, disponível no IMD World Competitiveness Online, como *proxy* de *enforcement* fiscal (TAXENF), cujos valores mais altos indicam maior *enforcement* fiscal.

Para testar o efeito do *enforcement* fiscal (TAXENF) no relacionamento entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro da previsão de lucros dos analistas financeiros, no Modelo I é incluída a variável de interação entre a surpresa na despesa fiscal e o *enforcement* fiscal (TAXSURP*TAXENF) e no Modelo II a variável de interação entre a surpresa na despesa fiscal inexplicada e o *enforcement* fiscal (TAXSURPI*TAXENF).

Para a análise dos dados, fez-se uso de estatística descritiva, análise de correlação e testes multivariados, em que foi utilizado o modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários (OLS) pelo método de dados em painel com efeitos fixos agrupados ao nível de empresa e com efeitos fixos do ano em todas as regressões. Em testes não tabulados, os modelos foram estimados por meio de regressões OLS com dados em painel com efeitos fixos para o ano e agrupados por país, sendo os resultados alinhados com aqueles apresentados no estudo.

4 Resultados

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo, no nível da empresa. Considerando-se que a amostra concentra 86,53% de observações de empresas estadunidenses, são descritas as métricas da amostra completa (Painel A), formada por 4.775 empresas e 35.237 observações de 35 países, seguidas da estatística descritiva excluindo as empresas estadunidenses (Painel B), formada por 643 empresas e 3.997 observações, de 34 países.

Tabela 1
Estatística descritiva

Painel A – Amostra (35 países)								
	N.º OBS	Média	Desvio-padrão	Mínimo	1º Q	Mediana	3º Q	Máximo
ERRF	35.237	2,2424	7,5928	-16,5375	0,1518	0,9642	2,2654	5,7730
TAXSURP	35.237	0,0012	0,0280	-0,1186	-0,0041	0,0002	0,0076	0,1164
EARNSURP	35.237	0,0068	0,1125	-0,4235	-0,0181	0,0041	0,0322	0,5112
TAXSURPI	35.237	0,0001	0,0238	-0,0916	-0,0064	-0,0002	0,0066	0,0921
TAM	35.237	3,1793	0,8591	1,2498	2,5728	3,1666	3,7324	5,4299
ACC	35.237	-0,0375	0,0701	-0,2803	-0,0701	-0,0338	-0,0015	0,1845
ROA	35.237	-0,0072	0,1796	-0,9837	0,0002	0,0269	0,0667	0,2571
D_PLAIR	35.237	0,1455	–	0	0	0	0	1
BIG4	35.237	0,8167	–	0	1	1	1	1
ERRF _{t-1}	35.237	2,0960	7,3627	-18,2857	0,1506	0,9243	2,1578	55,15
CSTR	35.237	32,78	5,46	8,50	35,00	35,00	35,00	48,32
TAXENF	35.237	5,5767	1,0231	0,6981	4,9423	5,7670	6,3019	9,0182
Painel B – Amostra sem as empresas estadunidenses (34 países)								
	N.º OBS	Média	Desvio-padrão	Mínimo	1º Q	Mediana	3º Q	Máximo
ERRF	3.997	3,6452	8,8947	-12,500	0,1400	0,9375	2,5036	9,9822
TAXSURP	3.997	0,0017	0,0206	-0,0734	-0,0047	0,0003	0,0081	0,0775
EARNSURP	3.997	0,0067	0,1124	-0,3844	-0,0263	0,0050	0,0393	0,4892
TAXSURPI	3.997	0,0000	0,0175	-0,0579	-0,0073	-0,0004	0,0071	0,0573
TAM	3.997	3,2890	1,0264	1,0648	2,5400	3,2758	3,9971	5,9663
ACC	3.997	-0,0452	0,0674	-0,2728	-0,0776	-0,0415	-0,0102	0,1676
ROA	3.997	0,0105	0,1502	-0,7765	-0,0023	0,0364	0,0776	0,2817
D_PLAIR	3.997	0,2334	–	0	0	0	0	1
BIG4	3.997	0,9224	–	0	1	1	1	1
ERRF _{t-1}	3.997	3,6111	12,8779	-12,5	0,155	0,9151	2,4193	97,9903
CSTR	3.997	22,99	7,53	8,5	15,0	24,0	28,0	48,32
TAXENF	3.997	5,1702	1,5965	,6981	4,1702	5,3846	6,56	9,0182

Países que compõem a amostra: Argentina (ARG); Austrália (AUS); Bélgica (BEL); Brasil (BRA); Canadá (CAN); Suíça (CHE); Chile (CHL); China (CHN); Colômbia (COL); Alemanha (DEU); Dinamarca (DNK); Espanha (ESP); Finlândia (FIN); França (FRA); Reino Unido (GBR); Grécia (GRC); Hong Kong (HKG); Índia (IND); Irlanda (IRL); Islândia (ISR); Itália (ITA); Japão (JPN); Coréia do Sul (KOR); Luxemburgo (LUX); México (MEX); Países Baixos (NLD); Peru (PER); Portugal (PRT); Rússia (RUS); Singapura (SGP); Suécia (SWE); Turquia (TUR); Taiwan (TWN); Estados Unidos da América (USA); África do Sul (ZAF).

Fonte: elaborada pelos autores.

Com base no Painei A (todas as empresas da amostra), nota-se que a média dos erros de previsão de lucros dos analistas financeiros é 2,2424 (ERRF) e o desvio-padrão é 7,5928, sinalizando uma dispersão significativa nos erros de previsão de lucros. Contudo, verifica-se que a mediana é 0,9642, indicando que os erros de previsão de lucros de pelo menos 50% da amostra é 1,2782 ($2,2424 - 0,9642$) abaixo da sua média geral, e que, de acordo com o resultado encontrado para o terceiro quartil (3ºQ), 25% das empresas da amostra apresentam erros de previsão de lucros acima da média. De acordo com as medidas separatrizes, a partir do primeiro quartil (1º Q) os erros de previsão de lucros dos analistas financeiros são positivos, sinalizando que pelo menos 75% das previsões de lucros emitidas para as empresas da amostra são otimistas.

Os resultados do Painei B (empresas não estadunidenses) evidenciam que a média dos erros de previsão de lucros dos analistas financeiros é superior à média da amostra, e que, de acordo com o desvio-padrão, a dispersão da acurácia dos analistas financeiros também é maior. Assim, ainda que os resultados para os dois grupos de países (Painei A e Painei B) evidenciem a baixa acurácia dos analistas financeiros, há indícios de que esses profissionais emitem previsões mais precisas para as empresas estadunidenses do que para as demais.

Em relação à emissão de previsão de lucros antes dos impostos (D_PLAIR), constata-se que em 23,34% (0,2334) das 3.997 observações das empresas não estadunidenses (Painei B) os analistas financeiros, além de emitir previsões de lucros, também emitem previsões de lucros antes do imposto de renda (D_PLAIR), porcentagem superior aos 14,55% (0,1455) encontrados para toda a amostra (Painei A).

De acordo com a Tabela 1, a média da surpresa na despesa com imposto de renda, ou seja, da surpresa na despesa fiscal (TAXSURP), e a surpresa nos lucros antes do imposto de renda (EARNSURP) das empresas da amostra, são positivas. Portanto, em média, as empresas apresentaram lucro antes do imposto de renda e despesa fiscal no período t superiores aos do período $t-1$. Ao comparar os dados encontrados para toda a amostra (Painei A) com os das empresas não estadunidenses (Painei B), verifica-se que a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e a surpresa nos lucros antes do imposto de renda (EARNSURP) do segundo grupo seguem a mesma trajetória, já que, além de apresentar médias positivas, pelo menos 25% (1º Q) de ambos os grupos apresentam valores negativos.

Com a finalidade de apresentar o relacionamento e investigar a multicolinearidade entre as variáveis utilizadas na análise multivariada, na Tabela 2 é demonstrada a matriz de correlação de Pearson.

Tabela 2

Análise de multicolinearidade

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ERRF	1									
TAXSURP	0,022 (***)	1								
EARNSURP	0,046 (***)	0,357 (***)	1							
TAXSURPI	0,004	0,919 (***)	0,032 (***)	1						
TAM	0,165 (***)	-0,012 (**)	-0,010 (**)	-0,012 (**)	1					
ACC	0,011 (**)	-0,023 (***)	0,063 (***)	-0,053 (***)	0,061 (***)	1				
ROA	0,178 (***)	0,045 (***)	0,301 (***)	-0,072 (***)	0,353 (***)	0,076 (***)	1			
ERR _{t-1}	0,728 (***)	0,013 (***)	0,037 (***)	-0,003	0,177 (***)	0,016 (**)	0,215 (***)	1		
CSTR	-0,034 (***)	0,013 (***)	0,010 (**)	-0,004	-0,079 (***)	0,005	0,012 (**)	-0,036 (***)	1	
TAX_ENF	-0,016 (**)	-0,032 (***)	-0,055 (***)	-0,001	0,034 (***)	0,009	-0,064 (***)	-0,015 (***)	-0,148 (***)	1

(*), (**), (***) significância estatística $p < 0,1$, $p < 0,05$ e $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: elaborada pelos autores.

Verifica-se na Tabela 2 que há uma associação positiva e significativa a 1% entre a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e os erros de previsão de lucros futuros dos analistas financeiros e entre a surpresa nos lucros (EARNSURP) e os erros futuros de previsão de lucros dos analistas financeiros. Como, de acordo com a Tabela 1, em média, a EARNSURP e a TAXSURP são positivas, e, segundo Hanlon et al. (2005), o lucro tributável é uma medida alternativa do desempenho da empresa no curto prazo, de modo que uma maior despesa fiscal pode transmitir boas notícias aos investidores e, ainda, segundo Lev e Thiagarajan (1993), um lucro tributável mais baixo é visto pelos analistas financeiros/investidores como uma má notícia, depreende-se que, como a EARNSURP e a TAXSURP contribuem para o aumento nos erros de previsão de lucros dos analistas financeiros, diminuindo, portanto, a acurácia na previsão de lucros.

Além do mais, não foi encontrada uma correlação significativa entre os erros de previsão de lucros (ERRF) dos analistas financeiros e a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI), métrica que representa a surpresa na despesa fiscal que não é explicada pela surpresa nos lucros. A associação não significativa entre a TAXSURPI e o ERRF indica que a surpresa na despesa fiscal inexplicada não explica o erro de previsão de lucros dos analistas financeiros.

A correlação significativa e negativa entre a CSTR e os erros de previsão de lucros (ERRF) apresenta evidências de que os analistas financeiros consideram a taxa efetiva de impostos (ETR) na avaliação das ações, conforme defendido por Dhaliwal et al. (2004). Como a associação entre o erro de previsão de lucros (ERRF) e o nível de *enforcement* fiscal (TAXENF) foi negativa e significativa, pode-se inferir que, em mercados com mais monitoramento e melhor fiscalização os analistas tendem a emitir previsões de lucros com mais acurácia. Logo, há indícios de que, ao emitir suas expectativas sobre o desempenho futuro das empresas, os analistas incorporam de forma mais eficiente as informações disponíveis, como verificado em Hope (2003).

4.1 Value relevance da surpresa na despesa fiscal na acurácia futura de previsão de lucros dos analistas financeiros

Para compreensão de como os analistas financeiros reagem à surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e à surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI) ao emitir suas expectativas de lucros, foi realizada uma série de regressões multivariadas, em que a variável dependente é o erro de previsão de lucros subsequente à divulgação dos relatórios financeiros anuais. Inicialmente, é estimada uma regressão simples com a variável TAXSURP, EARNSURP ou TAXSURPI e o erro de previsão de lucros (ERRF), sendo, em seguida, adicionadas as demais variáveis independentes ao modelo para testar a relevância incremental da TAXSURP e da TAXSURPI, bem como para controlar outros fatores que podem afetar a acurácia futura da previsão dos lucros dos analistas financeiros. A Tabela 3 mostra os resultados dos testes.

Tabela 3

Influência da surpresa na despesa fiscal no erro futuro da previsão de lucros dos analistas financeiros

Painel A – Amostra (35 países)							
	(1) ERRF	(2) ERRF	(3) ERRF	(4) ERRF	(5) ERRF	(6) ERRF	(7) ERRF
TAXSURPI				0,7461			2,1041 (**)
TAXSURP	3,0566 (***)		0,8301		1,6957 (*)	1,6934 (*)	
EARNSURP		1,7051 (***)	1,6300 (***)		0,8359 (***)	0,8366 (***)	
TAM					0,3118 (***)	0,3139 (***)	0,2973 (***)
ACC					-0,2151	-0,2143	-0,1403
ROA					0,1948	0,1904	0,4167 (**)
D_PLAIR					0,3461 (***)	0,3436 (***)	0,3460 (***)
BIG4					0,0376	0,0359	0,0378
ERRFt-1					0,7392 (***)	0,7392 (***)	0,7390 (***)
CSTR					-0,0016	-0,0025	-0,0025
TAXENF						-0,0375	-0,0372
Efeito Fixo de ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N.º de observações	35.237	35.237	35.237	35.237	35.237	35.237	35.237
F (p-value)	432,25 (***)	456,99 (***)	454,54 (***)	433,37 (***)	4951,53 (***)	4956,20 (***)	4951,99 (***)
R-SQ	0,0356	0,0376	0,0377	0,0351	0,8567	0,8568	0,8563
LM (χ^2)	35,41 (***)	34,42 (***)	35,19 (***)	33,54 (***)	32,45 (***)	32,66 (***)	36,69 (***)
Hausman (χ^2)	52,32 (***)	54,63 (***)	61,35 (***)	56,32 (***)	56,37 (***)	68,44 (***)	219,87 (***)

Painel B – Amostra sem as empresas estadunidenses (34 países)							
	(1) ERRF	(2) ERRF	(3) ERRF	(4) ERRF	(5) ERRF	(6) ERRF	(7) ERRF
TAXSURPI				3,0928			0,1365
TAXSURP	9,0046		-0,1500		-1,0388	-1,0099	
EARNSURP		4,6621 (**)	4,6724 (**)		4,0204 (*)	4,0149 (*)	
TAM					0,1125	0,1102	0,0543
ACC					-0,3448	-0,3387	-0,2530
ROA					0,3447	0,3364	1,7014
D_PLAIR					0,3619	0,3705	0,3579
BIG4					-0,1529	-0,1460	-0,1491
ERRP _{t-1}					0,6765 (***)	0,6829 (***)	0,6813 (***)
CSTR					0,0076	0,0046	0,0021
TAXENF						0,0155	0,0249
Efeito Fixo de ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N.º de observações	3.997	3.997	3.997	3.997	3.997	3.997	3.997
F (<i>p-value</i>)	49,19 (***)	49,04 (***)	49,11 (***)	48,52 (***)	595,48 (***)	635,28 (***)	574,85 (***)
R-SQ	0,0365	0,0387	0,0387	0,0362	0,8144	0,8149	0,8174
LM (χ^2)	31,54 (***)	33,64 (***)	34,76 (***)	31,28 (***)	35,27 (***)	54,88 (***)	169,33 (***)
Hausman (χ^2)	53,65 (***)	49,36 (***)	51,27 (***)	55,34 (***)	54,38 (***)	58,45 (***)	166,31 (***)

Os modelos de efeitos fixos foram estimados usando o estimador de White.

(*), (**), (***) significância estatística $p < 0,1$, $p < 0,05$ e $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: elaborada pelos autores.

Na Tabela 3, as colunas 1 e 2 do Painel A mostram que a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e a surpresa nos lucros antes dos impostos (EARNSURP) contêm *value relevance* independentes entre si. Como os coeficientes em ambas as regressões são positivos e significantes a 1%, infere-se que, independentemente, a TAXSURP e a EARNSURP contribuem para o aumento do erro futuro de previsão dos lucros (ERRF) dos analistas financeiros. A coluna 3 do Painel A apresenta os resultados que incluem, no mesmo modelo, a TAXSURP e a EARNSURP, e demonstra que apenas o coeficiente da EARNSURP continua positivo e significativo a 1%.

A partir dos resultados apresentados nas colunas 5 e 6 do Painel A, verifica-se que, ao serem incluídas as demais variáveis de controle, a associação entre a TAXSURP e o ERRF é positiva e significativa a 10%. Assim, pode-se afirmar que a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) é incrementalmente relevante à EARNSURP para explicar o erro futuro da previsão de lucros dos analistas financeiros. Com base na coluna 4 do Painel A, pode-se inferir que não há uma correlação significativa entre a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI) e o erro futuro de previsão de lucros (ERRF). Entretanto, constata-se que, após a inclusão no modelo (coluna 7) das variáveis independentes de controle, no nível da empresa e do país, a associação entre TAXSURPI e ERRF passa a ser positiva e significativa a 5%, apresentando indícios de que a TAXSURPI tem *value relevance* incremental para explicar os erros futuros de previsão de lucros dos analistas financeiros.

A associação positiva entre a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP e TAXSURPI) e o erro futuro de previsão de lucros, apresentados no Painel A, fornecem evidências de que os analistas financeiros não incorporam de forma completa e racional os dados disponibilizados publicamente. Portanto, esse resultado contradiz o defendido por Kerr (2019) e Thomas e Zhang (2011, 2014), de que a despesa fiscal é uma medida alternativa de lucro, assim como o argumentado por Hanlon et al. (2005), de que no curto prazo uma maior despesa fiscal pode transmitir boas notícias para o mercado.

Ao se analisarem os resultados referentes ao grupo das empresas não estadunidenses, apresentados nas colunas 1, 2, 3, 5 e 6 do Painel B, observa-se que apenas a variável EARNSURP tem coeficientes positivos e significantes. Dessa forma, diferentemente do encontrado para toda a amostra, não é possível afirmar que a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) é incrementalmente relevante para explicar o erro futuro de previsão de lucros dos analistas financeiros. Além disso, divergentemente do encontrado para o grupo de empresas não estadunidenses, a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI) não apresentou coeficientes significantes (colunas 4 e 7). Portanto, as evidências sinalizam que a TAXSURPI não está associada aos erros futuros de previsão de lucros dos analistas financeiros.

A ineficiência dos analistas financeiros quanto à utilização das informações fiscais para a elaboração de expectativas de lucros para o grupo de empresas não estadunidenses (Painel B) pode estar relacionada ao fato sugerido por Abarbanell e Bushee (1997) de ser menos provável que, ao emitir avaliações e previsões de lucros, os analistas financeiros utilizem informações complexas, como é o caso das informações fiscais, devido à incapacidade de interpretar e refletir essas informações em suas expectativas, ou porque os custos superam os benefícios.

Considerando-se os resultados da Tabela 3, conclui-se que os analistas financeiros não fornecem previsões de lucros estatisticamente ideais e reagem de forma insuficiente ou exagerada a novas informações, como, por exemplo, a surpresa no lucro antes dos impostos (EARNSURP) e as surpresas nas despesas fiscais (TAXSURP e TAXSURPI), diferentemente do defendido por Nutt et al. (1999). Dessa forma, mesmo os analistas financeiros sendo intermediários de informações que empregam maior eficiência ao mercado de capitais (Healy & Palepu, 2001), com base nos resultados da Tabela 3 – Painel A, não pode ser rejeitada a hipótese H_1 , de que quanto maior for a surpresa na despesa fiscal maior será o erro futuro das previsões de lucros dos analistas financeiros.

4.2 Tax enforcement como proxy para credibilidade da informação fiscal

Para se testar o efeito do *enforcement* fiscal do país na correlação entre o erro futuro da previsão dos analistas e a surpresa na despesa fiscal, foi incluída no modelo a variável de interação da surpresa na despesa fiscal com a *proxy* de *enforcement* fiscal (TAXSURP*TAXENF e TAXSURPI*TAXENF).

Assim, para que seja válida a hipótese de que o *enforcement* fiscal aumenta a credibilidade das informações fiscais, contribuindo para que os analistas incorporem de forma mais eficiente a surpresa na despesa fiscal na formação das expectativas de lucros, espera-se encontrar um coeficiente negativo e significativo entre ERRF e TAXSURP*TAXENF e entre ERRF e TAXSURPI*TAXENF. Logo, um coeficiente positivo ou insignificante refuta a hipótese H_2 . Os resultados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4

Influência do *enforcement* fiscal na relação entre o erro de previsão de lucros e a surpresa na despesa fiscal

Variável	Painel A – Amostra (35 países)		Painel B – Amostra sem as empresas estadunidenses (34 países)	
	(1) ERRF	(2) ERRF	(3) ERRF	(4) ERRF
TAXSURPI		22,7402(**)		43,4947
TAXSURP	14,0634(*)		26,7190	
EARNSURP	0,8261(***)		4,0341(*)	
TAM	0,3135(***)	0,2967(***)	0,1092	0,0485
ACC	-0,2170	-0,1523	-0,3402	-0,2712
ROA	0,1888	0,4078(*)	0,3079	1,6734
D_PLAIR	0,3445(***)	0,3465(***)	0,3785	0,3722
BIG4	0,0364	0,0383	-0,1311	-0,1304
ERRP _{t-1}	0,7392(***)	0,7390(***)	0,6823(***)	0,6863(***)
CSTR	-0,0024	-0,0024	0,0043	0,0020
TAXENF	-0,0345	-0,0370	0,0096	0,0219
TAXSURPI* TAXENF		-3,7001(**)		-8,1988
TAXSURP*TAXENF	-2,2299		-5,2887	
Efeito Fixo de ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim
N.º de observações	35.237	35.237	3.997	3.997
F (<i>p-value</i>)	4958,65(***)	4973,58(***)	631,60(***)	590,66(***)
R-SQ	0,8569	0,8568	0,8148	0,8187
LM (χ^2)	36.31(***)	33.65(***)	33.42(***)	36.40(***)
Hausman (χ^2)	69.38(***)	67.44(***)	69.34(***)	218.25(***)

Os modelos de efeitos fixos foram estimados usando o estimador de White.

(*), (**), (***) significância estatística $p < 0,1$, $p < 0,05$ e $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: elaborada pelos autores.

Conforme pode ser observado na coluna 1 do Painel A, com a inclusão da variável de interação da TAXSURP com a TAXENF (TAXSURP*TAXENF), os coeficientes da TAXSURP e da EARNSURP são positivos e significantes a 10% e a 1%, respectivamente, convergentemente com o encontrado nas colunas 5 e 6 do Painel A da Tabela 3, implicando que a surpresa na despesa fiscal contém *value relevance* incremental à surpresa nos lucros para toda a amostra. Contudo, como o coeficiente da variável TAXSURP*TAXENF não é significativo, não é possível afirmar que o *enforcement* fiscal atenua a correlação positiva entre a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e o erro futuro da previsão de lucros dos analistas (ERRF), considerando-se todas as empresas da amostra.

A coluna 2 da Tabela 4 mostra que, além de a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI) apresentar coeficiente positivo e significativo a 5%, o coeficiente da variável de interação da TAXSURPI com a TAXENF (TAXSURPI*TAXENF) é negativo e significativo a 5%. Portanto, não se pode rejeitar a hipótese H_2 de que o nível de *enforcement* fiscal do país atenua a associação positiva entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro de previsão de lucros dos analistas.

Entretanto, os resultados encontrados para a parcela da amostra que exclui as empresas estadunidenses (Painel B) são divergentes dos achados para toda a amostra (Painel A). Dessa forma, como a amostra concentra 86,53% de empresas estadunidenses, há indícios de que o *enforcement* fiscal atribui mais credibilidade e confiança às informações fiscais apresentadas pelas empresas nas demonstrações financeiras, convergentemente com as evidências de Xu et al. (2011), de modo a atenuar a correlação positiva entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro de previsão de lucros dos analistas apenas das empresas estadunidenses.

Alinhados ao argumentado por La Porta et al. (2000), esses resultados indicam que os níveis de *enforcement* fiscal, por estarem associados à observância da legislação fiscal, diferem significativamente de país para país. Os achados mostram indícios de que em países que apresentam nível mais elevado de *enforcement* fiscal, como, por exemplo, os Estados Unidos, por haver um monitoramento adicional aos gestores e uma menor adoção de estratégias discricionárias na elaboração das informações financeiras da empresa (Desai et al., 2007), ajuda a reduzir a incerteza dos analistas financeiros quanto à qualidade da informação fiscal, melhorando a acurácia na previsão de lucros (Hope, 2003), já que é uma medida de transparência e qualidade dos relatórios financeiros (Hanlon et al., 2014).

5 Conclusão

Este estudo investiga o efeito do *enforcement* fiscal do país na relação entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia futura da previsão de lucros pelos analistas financeiros e apresenta evidências de como o nível de *enforcement* fiscal altera a relevância informacional da informação fiscal para esses intermediários de informações do mercado de capitais.

A associação positiva e significativa entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro de previsão de lucros, observada para toda a amostra, sugere que nas previsões subsequentes os analistas não incorporam de forma eficiente as mudanças nas despesas fiscais já que quanto maior for a surpresa na despesa fiscal, maior será o erro de previsão de lucros, e, conseqüentemente, menor será a acurácia da previsão de lucros dos analistas financeiros. Por sua vez, a insignificante correlação entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro de previsão de lucros encontrado para a parcela da amostra sem as empresas estadunidenses (34 países) indica que a surpresa na despesa fiscal (despesa com imposto de renda) não contribui para a formação da expectativa dos analistas financeiros sobre o desempenho das empresas não estadunidenses.

Esses achados sugerem que as previsões de lucros dos analistas financeiros não refletem as informações contidas na surpresa na despesa fiscal. Ao falhar em incorporar as informações sobre a surpresa na despesa fiscal, os analistas financeiros estão reagindo de forma insuficiente às implicações das despesas com o imposto de renda, que, além de ser uma medida alternativa do desempenho da empresa e transmitir boas notícias para os investidores, prevê o crescimento futuro dos lucros.

Ao apresentar uma correlação positiva e significativa entre a surpresa nos lucros e o erro futuro de previsão de lucros dos analistas financeiros, os resultados sinalizam que não apenas as informações sobre a surpresa na despesa fiscal são incorporadas de forma ineficiente pelos analistas financeiros, como também as mudanças anteriores nos lucros, haja vista que a surpresa nos lucros contribui para uma menor acurácia na previsão dos lucros.

Além disso, considerando que, em média, o erro da previsão de lucros dos analistas financeiros é positivo, indicando que eles emitem previsões otimistas sobre o desempenho das empresas, e que a média da surpresa na despesa fiscal e a da surpresa nos lucros também são positivas, ou seja, que as empresas apresentam maiores despesas com imposto de renda e lucros correntes em comparação com o período anterior, há indícios de que, sistematicamente, os analistas financeiros reagem às informações de forma otimista.

Apesar de os resultados para toda a amostra indicarem que a surpresa na despesa fiscal é incrementalmente relevante para explicar a menor acurácia dos analistas financeiros, a partir dos resultados encontrados no modelo que inclui a interação da surpresa na despesa fiscal inexplicada com o *enforcement* fiscal, infere-se que, em ambientes de maior *enforcement* fiscal, ou seja, de maior monitoramento das empresas por parte das autoridades tributárias, a relevância informacional da surpresa na despesa fiscal inexplicada aumenta para os analistas financeiros, ajudando a reduzir seus erros de previsão de lucros.

De modo geral, as descobertas deste estudo contribuem para enriquecer o debate sobre a relevância e utilização das informações fiscais para a formação das expectativas de lucros dos analistas financeiros. Especificamente, os resultados sugerem que os analistas financeiros não processam de forma eficiente as informações fiscais disponíveis, e que uma forma de esses agentes – intermediários de informações – desenvolverem maior acurácia de suas previsões de lucros e empregar maior eficiência ao mercado de capitais é por meio do processamento e incorporação, de forma mais completa, das informações contidas na surpresa na despesa fiscal.

Os resultados apresentam oportunidades para pesquisas futuras. Sugere-se investigar outras características do ambiente de informação em que as empresas estão inseridas, tais como a estrutura de governança, a cultura e o nível de desenvolvimento do mercado de capitais do país, para refinar a compreensão de como os analistas financeiros processam a surpresa na despesa fiscal em suas previsões de lucros.

Referências

- Abarbanell, J. S., & Bernard, V. L. (1992). Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior. *The Journal of Finance*, 47(3), 1181-1207. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04010.x>
- Abarbanell, J. S., & Bushee, B. J. (1997). Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 35(1), 1-24. <https://doi.org/10.2307/2491464>
- Admati, A. R. (2017). A skeptical view of financialized corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 131-50. DOI:10.1257/jep.31.3.131
- Ayers, B. C., Laplante, S. K., & McGuire, S. T. (2008). Credit ratings and taxes: the effect of book-tax differences on ratings changes. *Contemporary Accounting Research*, 27(2), 43-58. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01011.x>
- Baik, B., Kim, K., Morton, R., & Roh, Y. (2016). Analysts' pre-tax income forecasts and the tax expense anomaly. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 559-595. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9349-z>
- Bauer, A. M., Fang, X., & Pittman, J. (2021). The importance of IRS enforcement to stock price crash risk: the role of CEO power and incentives. *The Accounting Review*, 96(4), 81-109. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0375>
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1990). Do security analysts overreact?. *The American Economic Review*, 80(2), 52-57. <https://www.jstor.org/stable/2006542>
- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007). Theft and taxes. *Journal of Financial Economics*, 84(3), 591-623. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.005>
- Dhaliwal, D. S., Gleason, C. A., & Mills, L. F. (2004). Last-chance earnings management: using the tax expense to meet analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 21(2), 431-459. <https://doi.org/10.1506/TFVV-UYT1-NNYT-1YFH>

- Easterwood, J. C., & Nutt, S. R. (1999). Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism?. *The Journal of Finance*, 54(5), 1777-1797. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00166>
- Gallemore, J., & Jacob, M. (2020). Corporate tax enforcement externalities and the banking sector. *Journal of Accounting Research*, 58(5), 1117-1159. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12334>
- Graham, J. R., Raedy, J. S., & Shackelford, D. A. (2012). Research in accounting for income taxes. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 412-434. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.11.006>
- Hanlon, M., Hoopes, J. L., & Shroff, N. (2014). The effect of tax authority monitoring and enforcement on financial reporting quality. *The Journal of the American Taxation Association*, 36(2), 137-170. <https://doi.org/10.2308/atax-50820>
- Hanlon, M., Laplante, S. K., & Shevlin, T. (2005). Evidence for the possible information loss of conforming book income and taxable income. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 407-442. doi:10.2139/ssrn.686402
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hope, O. K. (2003). Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: an international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235-272. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00102>
- Kerr, J. N. (2019). The value relevance of taxes: International evidence on the proxy for profitability role of tax surprise. *Journal of Accounting and Economics*, 67(2-3), 297-305. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.10.001>
- Kirk, M. P., Reppenhagen, D. A., & Tucker, J. W. (2014). Meeting individual analyst expectations. *The Accounting Review*, 89(6), 2203-2231. <https://doi.org/10.2308/accr-50828>
- Kothari, S. P., So, E., & Verdi, R. (2016). Analysts' forecasts and asset pricing: a survey. *Annual Review of Financial Economics*, 8, 197-219. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-121415-032930>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246. <https://doi.org/10.1162/0033553053327443>
- Lev, B., & Nissim, D. (2004). Taxable income, future earnings, and equity values. *The Accounting Review*, 79(4), 1039-1074. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1039>
- Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190-215. <https://doi.org/10.2307/2491270>
- McVay, S., Nagar, V., & Tang, V. W. (2006). Trading incentives to meet the analyst forecast. *Review of Accounting Studies*, 11(4), 575-598. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9017-9>
- Mironov, M. (2013). Taxes, theft, and firm performance. *The Journal of Finance*, 68(4), 1441-1472. <https://doi.org/10.1111/jofi.12026>
- Nutt, S. R., Easterwood, J. C., & Easterwood, C. M. (1999). New evidence on serial correlation in analyst forecast errors. *Financial Management*, 28(4), 106-117. <https://doi.org/10.2307/3666306>
- Ohlson, J. A., & Penman, S. H. (1992). Disaggregated accounting data as explanatory variables for returns. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(4), 553-573. <https://doi.org/10.1177/0148558X9200700407>

- Olsen, R. A. (1996). Implications of herding behavior for earnings estimation, risk assessment, and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 52(4), 37-41. <https://doi.org/10.2469/faj.v52.n4.2009>
- Sualihu, M. A., Yawson, A., & Yusoff, I. (2021). Do analysts' forecast properties deter suboptimal labor investment decisions? Evidence from regulation fair disclosure. *Journal of Corporate Finance*, 69(101995), 1-24. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101995>
- Thomas, J., & Zhang, F. (2014). Valuation of tax expense. *Review of Accounting Studies*, 19(4), 1436-1467. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9274-3>
- Thomas, J., & Zhang, F. X. (2011). Tax expense momentum. *Journal of Accounting Research*, 49(3), 791-821. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00409.x>
- Wang, S. (2019). Informational environments and the relative information content of analyst recommendations and insider trades. *Accounting, Organizations and Society*, 72, 61-73. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.05.007>
- Weber, D. P. (2009). Do analysts and investors fully appreciate the implications of book-tax differences for future earnings?. *Contemporary Accounting Research*, 26(4), 1175-1206. <https://doi.org/10.1506/car.26.4.7>
- Xu, W., Zeng, Y., & Zhang, J. (2011). Tax enforcement as a corporate governance mechanism: empirical evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 19(1), 25-40. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00831.x>