

Value relevance dos níveis de ajustes que reduzem o lucro para fins de tributação das indústrias listadas na B3

Hélio Felipe Freitas de Almeida Silva, Luiz Carlos Marques dos Anjos,
Mateus Alexandre Costa dos Santos

Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal de Alagoas, Campus Sertão, Brasil

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Federal de Pernambuco, Brasil

Departamento de Finanças e Contabilidade
Universidade Federal da Paraíba, Brasil

Esta pesquisa teve por objetivo verificar o *value relevance* dos níveis de *disclosure* das informações tributárias e de ajustes ao lucro tributável evidenciados pelas indústrias listadas na B3. Para obter os resultados, foram analisados os dados contábeis-tributários de todas as indústrias listadas na B3, que disponibilizaram as suas informações nos respectivos sites oficiais. O período objeto do estudo compreendeu os anos de 2013 a 2015. Os dados foram analisados com base em modelos de Regressão Linear tendo como variável dependente a taxa de retorno do preço das ações das indústrias brasileiras listadas na B3. Os achados sugerem que os níveis de *disclosure* das informações tributárias e de estratégias tributárias agressivas evidenciados pelas indústrias brasileiras listadas na B3 não são significativamente relevantes para a taxa de retorno no preço das suas ações. Sugere-se, portanto, estudos que incentivem o aperfeiçoamento da informação tributária e o aperfeiçoamento do planejamento tributário.

Palavras-chave: *value relevance*, *disclosure* tributário, estratégia tributária agressiva

Value relevance of the level of adjustments that reduce profit for taxation of industries listed on B3

The objective of this research was to verify the value relevance of the levels of disclosure of tax information and adjustments to taxable income evidenced by the industries listed in B3. To obtain the results, we analyzed the accounting-tax data of all the industries listed in B3, which made their information available on their official websites. The period of the study comprised the years 2013 to 2015. The data were analyzed based on linear regression models, with the rate of return of the Brazilian companies listed in B3 as dependent variable. These findings suggest that the levels of disclosure of tax information and aggressive tax strategies evidenced by the Brazilian industries listed in B3 are not significantly relevant to the rate of return on the price of their shares. Therefore, studies that encourage the improvement of tax information and the improvement of tax planning are suggested.

Keywords: Value relevance, tax disclosure, aggressive tax strategy

Relevancia de valor de los niveles de ajustes que reducen la ganancia para el propósito de la tributación de las industrias incluidas en B3

Esta investigación tuvo como objetivo verificar la relevancia del valor de los niveles de divulgación de información fiscal y los ajustes a la renta imponible evidenciados por las industrias enumeradas en B3. Para obtener los resultados, se analizaron los datos de impuestos contables de todas las industrias enumeradas en B3, que pusieron su información a disposición en los respectivos sitios web oficiales. El período cubierto por el estudio abarcó el periodo entre el año 2013 al 2015. Los datos se analizaron sobre la base de los modelos de regresión lineal con la tasa de rendimiento del precio de las acciones de las industrias brasileñas que figuran en B3 como la variable dependiente. Los resultados sugieren que los niveles de divulgación de información fiscal y las estrategias fiscales agresivas evidenciadas por las industrias brasileñas enumeradas en B3 no son significativamente relevantes para la tasa de rendimiento de los precios de sus acciones. Por lo tanto, se sugieren estudios que fomenten la mejora de la información fiscal y la mejora de la planificación fiscal.

Palabras clave: relevancia de valor, divulgación de impuestos, estrategia fiscal agresiva

1. Introdução

A relação jurídica formalizada entre o Estado e o contribuinte é marcada por polêmicas que já foram constatadas nos primórdios da Era Cristã. O governo é ambicioso por seus direitos e o povo fica refém do seu poder. Litígios decorrentes da insatisfação natural dos que se sentem compelidos à submissão da obrigação tributária foram registrados em relatos Bíblicos (Gross, 2008).

Essa insatisfação pode ser a justificativa originária da atitude corriqueira, e já milenar, dos baixos níveis de *disclosure* tributário. De fato, o contribuinte tem, historicamente, o perfil de eximir-se da tributação e, paralelamente a isso, de não prestar boas informações tributárias (Gallo, 2007; Ponte, Oliveira, Monte, & Carmo, 2007).

A estratégia tributária agressiva (também conhecido como agressividade tributária, planejamento tributário, evasão fiscal e elisão fiscal) diminui a carga tributária suportada, mas interfere no risco de controle e autuação fiscal (Chen, Chen, Cheng, & Shevlin, 2010). Ela é uma consequência dos instrumentos de defesa utilizados pelo contribuinte para tergiversar a tributação.

Portanto, se o contribuinte não gosta da relação jurídica tributária e costuma utilizar-se de estratégias tributárias agressivas para diminuir seus custos e despesas com impostos, taxas e contribuições; e mais, se a geração da informação contábil gera um custo nem sempre suportável ou compensador, não é fácil encontrar incentivos que possam estimular o interesse do contribuinte em se expor e em divulgar relatórios contábeis com melhores níveis de *disclosure* tributário (Lanzana, 2004; Querquilli & Alencar, 2011; Reinders & Martinez, 2016).

Entretanto, o mercado de capital – *value relevance* – pode ser um desses incentivos, pois: as ações das empresas que apresentam um melhor nível de divulgação contábil, em média, tendem a ser mais valorizadas pelos investidores (Souza & Borba, 2017); e os investidores tendem a valorizar as empresas que têm menor risco de autuação e que, portanto, tem menores indícios de estratégia tributária agressiva (Carvalho, 2015).

Esta pesquisa se justifica no momento que os resultados esperados darão suporte aos acadêmicos tributaristas a entenderem o comportamento do mercado face aos níveis de *disclosure* tributário podendo-se fazer extra-polações acerca de estratégias tributárias agressivas

que tais firmas podem adotar. Este trabalho destaca-se ainda por considerar o Regime Tributário de Transição (RTT) explicitamente nos modelos testados. Outrossim, esta investigação poderá estimular cientistas a promoverem a criação e a utilização de novos índices de gestão empresarial que controle os níveis tributários em referência. Assim, empresas poderão entender melhor a sua capacidade de intervenção no preço de suas ações, através do gerenciamento dos níveis de *disclosure* tributário e de estratégia tributária agressiva.

Tal cenário sugere o seguinte problema da pesquisa: Qual o *value relevance* dos níveis de ajustes que reduzem o lucro para fins de tributação das indústrias listadas na B3?

2. Revisão de literatura

2.1. Disclosure de informações tributárias

Myers e Majluf (1984) detectaram que a assimetria informacional torna as ações mais caras, estimulando os gestores a promover informações adicionais, ou “*disclosure* voluntário”. Sobre esse tema, Lanzana (2004) destacou que existem empresas interessadas na divulgação de informações para buscar diferenciação em relação às demais, particularmente perante os investidores.

Kang e Pang (2005) defenderam que o maior nível de *disclosure* exerce influência no *value relevance* das informações constantes nos relatórios contábeis. Lima (2007) verificou que o nível de *disclosure* voluntário possui relação inversa com o custo de capital de terceiros, no sentido de que, quanto maior o nível de *disclosure*, menor o custo de capital de terceiros.

Hassan e Mohd-Saleh (2010) também relataram uma associação positiva entre o nível de divulgação dos

instrumentos financeiros e o preço das ações, sugerindo que um melhor nível de *disclosure* relacionado aos instrumentos financeiros melhora o *value relevance* destes ativos perante o mercado.

Esse mesmo resultado foi divulgado por Tsalavoutas e Dionysiou (2014), quando detectaram que cumprimento das exigências de divulgação é positivamente e significativamente relacionado ao preço das ações, concluindo que as informações de natureza obrigatória são relevantes para os investidores na medida em que os mesmos tendem a valorizar as empresas mais transparentes.

Outrossim, Souza e Borba (2017) detectaram que os níveis de *disclosure* da combinação de negócios e do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) nas empresas analisadas apresentaram-se positivamente significativos para explicar o preço das ações na amostra analisada. Consequentemente, concluíram que as ações das empresas que apresentam um melhor nível de divulgação, em média, tendem a ser mais valorizadas pelos investidores.

Contudo, apesar de todas as referidas recomendações de prática do bom nível de *disclosure*, Ponte et al. (2007) verificaram que não houve melhoria das “práticas de *disclosure* obrigatório” nas companhias por eles analisadas; resultado que coincide com outros achados (Gallo, 2007; Kronbauer, Souza, Ott, & Collet, 2009; Lanzana, 2004; Lopes, 2008; Querquilli & Alencar, 2011).

As informações tributárias podem ser divulgadas sob duas circunstâncias: ou decorrentes de exigências da legislação vigente e das normas contábeis; ou decorrentes do simples ato discricionário e voluntário do produtor da informação. Elas são aqui distinguidas como *disclosure* tributário obrigatório e *disclosure* tributário voluntário.

Modigliani e Miller (1958) afirmaram que a informação tributária poderia influenciar na decisão dos investidores, que poderiam vender, comprar, ou simplesmente manter, ações de uma companhia, de acordo com suas respectivas informações tributárias.

Outras pesquisas internacionais corroboraram com esse entendimento, considerando que o *disclosure* da informação tributária influencia: o mercado de capitais; as estimativas dos desempenhos esperados por parte dos analistas financeiros do mercado de capitais; as previsões do lucro por ação; as previsões do fluxo de caixa esperado; e as recomendações de comprar, vender e manter ações (Ayers, Laplante, Li, & Schwab, 2012; Chi, Pincus & Theo, 2014; Hanlon & Slemmond, 2009; Herbohn, Tutticci, & Khor, 2010; Kuo, 2013; Mauler, 2014).

Apesar desses achados, existe uma dinâmica complexa tributária que pode influenciar a postura empresarial de baixa evidenciação tributária. Tal dinâmica foi citada pelo Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação (IBPT, 2017), que divulgou um estudo que detectou 363.779 novas normas tributárias, desde 1988; o que representa mais de 1,88 normas tributárias por hora em um dia útil. A maioria com “cobranças em excesso”, responsável por “dificultar a vida dos contribuintes, confundindo-os...” (IBPT, 2017).

Spence (1973) já havia levantado uma questão importante, sob a óptica da teoria da sinalização, quando destacou que, num contexto de informação assimétrica, pode-se alterar as crenças e transmitir conteúdos inadequados, o que prejudica, por exemplo, a qualidade informacional da tributação, na medida que as informações econômicas, financeiras e operacionais geradas pela firma emitem um sinal para o mercado (Dalmácio, Lopes, Rezende & Sarlo Neto, 2013).

Outro exemplo de importância da informação tributária pode ser vista nos estudos de Mauler (2014), cuja pesquisa detectou que existem evidências de que as previsões de lucros antes de impostos contêm informações que ajudam acadêmicos e profissionais a compreender de forma adicional o papel das previsões dos analistas financeiros. Suas evidências (Mauler, 2014) sugerem que as informações tributárias trazem sinal informativo utilizado pelos participantes do mercado. Portanto, o papel da informação tributária nas demonstrações financeiras tem relevante valor (Graham, Raedy & Shackelford, 2012).

Dado o exposto, elaborou-se a seguinte hipótese H1: A taxa de retorno no preço das ações das indústrias brasileiras listadas na B3 tem relação significativa com o nível de disclosure das informações tributárias dessas empresas.

2.2. Redução da tributação

Um conceito de estratégia tributária agressiva pode ser inferido da pesquisa de Chen et al. (2010) que propõe o instituto como uma redução gerencial de renda tributável por meio de atos legais ou ilegais.

Greco (2004) afirma que “qualquer palavra é boa” para ser utilizada na representação das coisas, desde que seja feita uma “convenção prévia” do que será analisado e do termo que será utilizado para fazer referência a tal instituto. Nesses termos, para fins desta pesquisa, o termo estratégia tributária agressiva é utilizada para fazer referência a atitude empresarial (gerencial) que diminui o rendimento tributável e, consequentemente, diminui a carga tributária, seja através de atos lícitos ou ilícitos.

Hanlon (2005) e Tang (2005) observaram que o alto nível de agressividade, medido em Diferenças entre o Lucro Contábil e o Lucro Tributário – BT

elevado, sinalizava uma fraca qualidade informacional do lucro, fazendo com que os investidores se tornem menos interessados aos títulos mobiliários dessas firmas. E isso é um indicativo de que as informações tributárias relacionadas ao lucro podem influenciar o mercado de capitais, no que se diz respeito ao preço das ações.

Entretanto, Gleason e Mills (2008) defenderam que a complexidade das informações tributárias dificulta a análise, pelos investidores, e identificação do planejamento tributário. Nesse mesmo sentido, Weber (2010) sugere que os analistas financeiros têm dificuldades para compreender a complexidade das informações tributárias, o que pondera a eficiência da *proxy* BTM como mensurador de estratégia tributária agressiva. Por outro lado, Cook, Moser e Omer (2017) afirmam que os investidores têm aversão tanto à pouca como à muito investimento em estratégias tributárias agressivas por parte das firmas.

Outrossim, a existência de uma maior flexibilidade de normas contábeis sobre as tributárias permite ao gestor, um poder discricionário maior sobre o lucro contábil do que sobre o lucro tributável (Mills & Newberry, 2001). Consequentemente, os gestores têm mais incentivos a aumentar o lucro contábil e reduzir o lucro tributável (Weber, 2010).

Crabtree e Kubick (2014) encontram evidências de que a evasão fiscal se manifesta por meio de maiores diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributário – BTM temporárias e permanentes, sugerindo que a evasão fiscal impacta no *value relevance* para os investidores na data do anúncio.

Carvalho (2015) destaca que existem diversas *proxies* utilizadas, na literatura internacional, para se medir o que ele chama de “planejamento tributário”.

Dentre elas o autor destaca-se: a Diferença entre o Lucro Contábil e o Lucro Tributário – BTM e a Taxa Efetiva de Tributação – ETR.

Em seus estudos, Carvalho (2015) identifica que a BTM é amplamente utilizada e destaca que ela é “considerada na literatura a *proxy* mais robusta para medir o planejamento tributário do que as medidas alternativas”. E, dentre todas as *proxies* utilizadas nas pesquisas internacionais de contabilidade e tributo, a mais usada é a BTM Total, que foi aplicada em 40,28% das pesquisas analisadas pelo Carvalho (2015).

Tang e Firth (2011); Pohlmann e Iudícibus (2010); e Martinez e Passamani (2014) defendem que um dos instrumentos utilizados hoje para se identificar a agressividade tributária nas empresas é o *Book-Tax-Differences* – BTM. Todavia, a depender da fórmula escolhida para se mensurar tal *proxy*, tal índice demanda informações que nem sempre o usuário da contabilidade tem acesso.

Nos termos de Lietz (2013) e Martinez e Passamani (2014), tem-se a seguinte equação:

$$BTMTotal_i = LAIR_i - \frac{(IRPJ_i + CSLL_i)}{0,34} \quad (1)$$

Onde:

- *BTMTotal i* é a diferença entre o Lucro Contábil e o Lucro Tributável da empresa *i*;
- *LAIR i* é Lucro Antes do Imposto de Renda e da CSLL da empresa *i*;
- *IRPJ i* é montante do Imposto de Renda corrente da empresa *i*;
- *CSLL i* é montante da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido da empresa *i*
- *0,34* é a soma das alíquotas de IRPJ e de CSLL, 25% e 9%, respectivamente.

A respeito dos possíveis achados na aplicação dessa fórmula, Machado e Nakao (2012) afirmam que há incentivos contábeis para BTD positiva ($LAIR > \text{Lucro Tributável}$) e interesses fiscais a acionários – investidor – por uma BTD negativa ($LAIR < \text{Lucro Tributável}$).

Cabe ressaltar-se que, no Brasil, principalmente para o período estudado neste artigo, a BTD pode não ser decorrente de agressividade tributária, mas de gerenciamento de resultados contábeis, notadamente decorrentes do período de convergência das normas contábeis nacionais às IFRS. Desta forma, este estudo não ousa fazer este debate, mas trazer mais luz acerca do *value relevance* da BTD das indústrias brasileiras durante o período de vigência do Regime Tributário de Transição. Logo, assume-se que a BTD não é sinônimo de agressividade tributária.

Com base nesses argumentos, testa-se a seguinte hipótese H2: A taxa de retorno no preço das ações das indústrias brasileiras listadas na [B]³ tem relação significativa com o nível de estratégia tributária agressiva evidenciado por essas empresas.

Esse referido período de convergência das normas brasileiras de contabilidade às IFRS foi amparado pelo Regime Tributário de Transição – RTT, criado pela Lei 11.941 (2009), com o objetivo de garantir a neutralidade tributária para os métodos e critérios contábeis decorrentes da padronização internacional contábil, promovida pela Lei 11.638 (2007).

“O RTT buscou preservar a escrituração comercial de qualquer interferência tributária” (Santos, 2015). Para tanto, o RTT estabeleceu que, para fins tributários, as empresas continuassem adotando os métodos e critérios contábeis vigentes em 31/12/2007, o que implicou no aumento no nível das BTD, conforme o nível de aderência aos padrões internacionais de contabilidade experimentado pela empresa.

O RTT foi opcional para o biênico 2008-2009 e passou a ser obrigatório a partir de 2010. Esse regime foi extinto pela Medida Provisória 627/2013, a qual foi convertida na Lei 12.973/2014. Como regra, o RTT vigorou até 2014, no entanto, para as empresas que optaram pela adoção antecipada da Lei 12.973/2014, sua vigência se deu até 2013.

Moraes, Sauerbronn e Macedo (2015) apresentam o RTT como uma mudança cultural com impactos diretos na apuração do resultado tributável. Para estes autores o RTT neutralizou os efeitos decorrentes da convergência às normas internacionais de contabilidade, que começou a ocorrer no Brasil desde a publicação da Lei 11.638/07.

Os achados e recomendações de pesquisas sobre *value relevance* desenvolvidas por Lopes (2002), Rezende (2005), Kang e Pang (2005), Hassan e Mohd-Saleh (2010), Alfaraih e Alanezi (2011), Tsalavoutas e Dionysiou (2014), Carvalho (2015), e Souza e Borba (2017) possibilitam reconhecer a relevância desta presente proposta de pesquisa, na medida que evidenciam conclusões a respeito de *disclosure*, de estratégia tributária agressiva e de *value relevance*.

3. Metodologia

A presente pesquisa avaliou 74 indústrias brasileiras listadas na B3, as únicas que disponibilizaram todas as informações necessárias a análise objeto da pesquisa. Optou-se por indústrias para padronizar os efeitos da legislação tributária sobre os níveis de estratégia tributária agressiva. Os dados foram coletados nos *sites* oficiais de cada empresa, especificamente nos: Relatórios Financeiros Padronizados; Relatórios Financeiros Anuais Completos; Formulários de Referência e Relatórios da Administração.

O corte temporal foi de 2013 a 2015 e, especialmente para apuração da taxa de retorno no preço das ações, 2016. Esses anos foram escolhidos para que se pudesse analisar os efeitos do RTT sobre a estratégia tributária agressiva.

Para se analisar o nível de *disclosure* foi construída uma escala de 0 a 11 observando o atendimento de cada fima para as exigências legais e normativas brasileiras que tratam da evidenciação de informações tributárias. Tais exigências foram encontradas principalmente na Lei 6.404/76 e suas alterações, no Pronunciamento Contábil 32 – Tributos Sobre o Lucro e normas emitidas pelo fisco. Esta quantificação não considerou a qualidade do conteúdo de cada *disclosure*, mas se há atendimento ao mínimo exigido, conforme métrica proposta por Souza e Barbosa (2017). Especificamente no que concerne às evidenciações voluntárias, apenas atestou-se se foram divulgadas informações além das exigidas obrigatoriamente, ou não.

O nível de estratégia tributária agressiva foi medido pelo BTD total na forma descrita na equação 1. Já o RTT foi uma variável *dummy* que assumiu valor igual a 1 caso a firma informasse ter aderido à este regime e 0 caso contrário.

A “taxa de retorno do preço das ações” foi apurada pela seguinte Equação:

$$Ret@i = \frac{P@it - P@i(t-1)}{P@i(t-1)} \quad (2)$$

Onde:

- $Ret@i$ = taxa de retorno do preço das ações da empresa i .
- $P@i_t$ = preço das ações da empresa i , no período t .
- $P@i_{(t-1)}$ = preço das ações da empresa i , no período $t - 1$ (ano anterior a t).

O modelo de regressão linear foi disposto com uma variável dependente (taxa de retorno do preço das ações das indústrias brasileiras listadas na B3) e cinco variáveis independentes (nível de *disclosure* tributário obrigatório, nível de estratégia tributária agressiva evidenciado, *enquadramento no RTT*, *disclosure* tributário voluntário e *disclosure* tributário total (obrigatório e voluntário)).

A primeira variável independente utilizada na técnica estatística do MRL foi o “nível de *disclosure* tributário obrigatório”, representada pela *proxy* intitulada “*DiscTribObrig*”, calculada nos termos métrico de Souza e Borba (2017):

$$DiscTribObrig = \frac{Quantidade\ de\ itens\ evidenciados\ nos\ relatórios\ financeiros}{(Quantidade\ Total\ de\ itens\ da\ Métrica - Itens\ que\ Não\ se\ Aplicam)} \quad (3)$$

Onde:

- $DiscTribObrig$ = nível de *disclosure* tributário obrigatório das indústrias listadas na B3.

A segunda variável independente utilizada na técnica estatística do MRL foi o “nível de estratégia tributária agressiva evidenciado”, que, para sua mensuração, foi utilizada a *proxy* intitulada “*BTDTotal*”, cujo modelo já foi disposto na Equação (1). A terceira variável independente foi a “opção, ou não, de aplicação do RTT”, que, para sua mensuração, foi utilizada a variável “*Dummy RTT*”. A quarta variável independente foi a “efetivação, ou não, de *Disclosure* Tributário Voluntário”, que, para sua mensuração, foi utilizada a variável “*Dummy DTV*”. E a quinta variável independente foi “nível de *disclosure* tributário total”, que é a junção do “nível de *disclosure* tributário obrigatório” com o “nível de *disclosure* tributário voluntário”, representada pela *proxy* intitulada “*DiscTrib*”. As hipóteses foram testadas conforme os modelos descritos no quadro 1:

Quadro 1. Modelos de Regressão Linear – MRL

$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTribObrig + \epsilon_i$	(4)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTribObrig + \beta_2 DummyDTV_i + \epsilon_i$	(5)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTrib_i + \epsilon_i$	(6)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 BTDTotal_i + \epsilon_i$	(7)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 BTDTotal_i + \beta_2 DummyRTT + \epsilon_i$	(8)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTribObrig + \beta_2 BTDTotal_i + \epsilon_i$	(9)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTribObrig + \beta_2 BTDTotal_i + \beta_3 DummyRTT + \epsilon_i$	(10)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTribObrig + \beta_2 DummyDTV_i + \beta_3 BTDTotal_i + \epsilon_i$	(11)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTribObrig + \beta_2 DummyDTV_i + \beta_3 BTDTotal_i + \beta_4 DummyRTT + \epsilon_i$	(12)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTrib_i + \beta_2 BTDTotal_i + \epsilon_i$	(13)
$Ret@i = \beta_0 + \beta_1 DiscTrib_i + \beta_2 BTDTotal_i + \beta_3 DummyRTT + \epsilon_i$	(14)
Em que:	
$Ret@i$ = taxa de retorno no preço das ações na empresa i .	
β_0 = constante	
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 = coeficientes das variáveis independentes	
$DiscTribObrig$ = nível de <i>disclosure</i> tributário obrigatório da empresa i	
$Dummy DTV_i$ = indica se houve (1), ou não (0), <i>disclosure</i> tributário voluntário na empresa	
$BTDTotal_i$ = nível de estratégia tributária agressiva evidenciado pela empresa i	
$Dummy RTT$ = indica se houve opção (1), ou não houve opção (0), pela aplicação do RTT	
ϵ_i = erro padrão	

As Equações 4, 5 e 6 testam a H1; As Equações 7 e 8 testam a H2; E as Equações 9, 10, 11, 12, 13 e 14 testam as H1 e H2 ao mesmo tempo.

4. Análise dos resultados

4.1. Análise descritiva

Algumas empresas pertencentes à amostra dessa pesquisa não declaravam os valores do IRPJ isolado da CSLL, nem mesmo em notas explicativas. Também foi observado que as notas explicativas sobre Tributos a Recuperar são mais completas (analíticas) do que as sobre Tributos a Recolher, que são mais simplificadas (sintéticas). Isso pode ter relação com a citada questão filosófica das pessoas não quererem expor sua carga

tributária (Anderson, 2005; Gallo, 2007; Ponte et al., 2007; Gross, 2008).

Deveria haver uma discriminação detalhada (em notas explicativas) de todos os tributos que a empresa se submete. O IR e a CSLL são os tributos mais requisitados na evidenciação tributária; mas não necessariamente nos termos do potencial investidor. Outros custos tributários, tais como o ICMS, podem ser mais relevantes nos resultados empresariais; mas são legalmente menos exigidos na evidenciação dos relatórios financeiros.

As alíquotas utilizadas nos cálculos dos tributos foram, regra geral, mal divulgadas, corroborando com o indicativo de baixo nível de *disclosure*. Muitas empresas,

na hora de divulgar as práticas contábeis, corriqueiramente, costumam apenas divulgar as alíquotas de IR e CSLL, omitindo as de todos os outros tributos.

No período analisado, o nível de *disclosure* tributário das indústrias listadas na B3 ainda era carente. Tal resultado se alinha às constatações evidenciadas por Kang e Pang (2005) e por Kronbauer et al. (2009). Outrossim, o nível de *disclosure* tributário varia bastante de uma empresa para outra; porém, não muda tanto no decorrer do tempo numa mesma empresa.

Em alguns casos, dois relatórios financeiros distintos de uma mesma empresa e relativos ao mesmo ano-calendário, evidenciam informações contraditórias, tais como LAIR e (IR+CSLL). Tal realidade – assimetria informacional – é mais um indicativo de problemas de evidenciação tributária (Myers & Majluf, 1984; Pownall & Schipper, 1999).

Apesar dos itens selecionados para mensuração do nível de *disclosure* tributário serem relativamente básicos, somente de 13 empresas alcançaram 100% do nível de *disclosure*, sendo 4 empresas em 2013, 5 empresas em 2014 e 4 empresas em 2015. O que fortalece a defesa de campanhas pró *disclosure* tributário (Kang &

Pang, 2005; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014; Souza & Borba, 2017).

Houve indícios de que a empresa escolhida para elaborar a auditoria independente é um fator (variável independente) significativamente influenciador do nível de *disclosure* tributário. Pois foi verificado que as empresas de auditoria mantêm um padrão de trabalho, independente de qual é a indústria (cliente) auditada; o que sugere a interpretação de que não é a indústria (cliente) quem escolhe o nível de evidenciação, mas sim a própria empresa de auditoria independente. Outra realidade detectada na amostra foi que, corriqueiramente, a divulgação das informações tributárias, em relatórios da administração, costuma ser feita de forma superficial, sem análise técnica e, basicamente, repetindo informações dos relatórios financeiros. Entretanto, apesar de tal conjuntura ter dificultado a coleta de dados, ela não prejudicou a mensuração do nível de *disclosure* tributário voluntário, porque não foram levadas em considerações as referidas divulgações pleonásticas.

Enquanto a média de *disclosure* tributário obrigatório e de *disclosure* total permaneceram estáveis (na ordem de 71% e 75% respectivamente) nos quatro períodos observados, a média da taxa de retorno do preço das ações sempre aumentou, mas não ordeiramente.

Tabela 1. Estatística Descritiva da Ret@

	em 2013	em 2014	em 2015	nos 3 anos
Média (Ret@)	0,2781	0,0757	2,0897	0,8145
Média (DiscTribObrig)	0,7108	0,7149	0,7108	0,7122
Média (DiscTrib)	0,7473	0,7541	0,7473	0,7495
Média (BTD Total)	-26.782,0839	19.146,4364	22.357,4770	4.907,2765
Mediana (Ret@)	-0,0782	-0,1930	-0,1196	-0,1119
Mediana (DiscTribObrig)	0,7000	0,7000	0,7000	0,7000
Mediana (DiscTrib)	0,7000	0,8000	0,8000	0,7500
Mediana (BTD Total)	10.500,2059	14.100,7647	4.440,7941	7.800,0280
Contagem	74	74	74	222

Semelhante resultados foram alcançados na observação das medianas. Pois, enquanto a maioria (ou pelo menos a metade) das indústrias observadas teve um nível de *disclosures* tributários (obrigatório e total) estáveis (aproximadamente 70%) o preço das ações da maioria (ou pelo menos metade) daquelas indústrias diminuiu.

Tais constatações não contribuem para a validação da hipótese H1, pois a oscilação do preço das ações estava sendo nitidamente mais influenciada por outra variável qualquer, distinta do nível de *disclosure* tributário. A dissonância entre as variáveis observadas, questiona a referida hipótese (Myers & Majluf, 1984; Lopes, 2001; Kang & Pang, 2005; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014; Souza & Borba, 2017).

Outrossim, em 2013, o *BTDTotal* foi em média negativo, descaracterizando indícios de estratégias tributárias agressivas, enquanto a taxa média de retorno foi positiva, compatibilizando com os achados de Hanlon (2005), Tang (2005), e Machado e Nakao (2012), que defenderam haver interesse do investidor por *BTDTotal* negativo.

Entretanto, em 2014, houve indícios de estratégia tributária medida em *BTDTotal* positiva; e, mesmo

assim, a taxa de retorno foi positiva. Em 2015, os resultados foram ainda mais inesperados, pois – apesar do *BTDTotal* ter sido, em média, elevado (R\$ 22 MI) – o preço das ações aumentaram, em média, 200%. Isso é um indício de que a hipótese H2 não pode ser validada.

Ocorre que, as medianas de *BTDTotal* indicam que pelo menos metade da amostra praticou estratégia tributária agressiva. Paralelamente a isso, o preço das ações da maioria das indústrias caiu. Isso é um vulnerável indício de validade da hipótese H2 (Hanlon, 2005; Tang, 2005; Ayers et al., 2012; Machado e Nakao, 2012; Carvalho, 2015). Porém, tal informação isolada não é suficiente para atestar a validade da referida hipótese.

4.2. Análises dos testes de hipóteses

Preliminarmente, foram feitos testes dos pressupostos de regressão em todas as equações, o que ratificou a validade dos modelos e, conseqüentemente, dos resultados alcançados.

A tabela 2 apresenta os parâmetros e significância dos coeficientes das regressões. Em nenhuma situação houve significância dos coeficientes das variáveis,

Tabela 2. Coeficiente e significância dos coeficientes das regressões

	2013		2014			2015			3 anos	
Disc TribObrig		-3,56*			-0,69			-7,55		-2,49**
Disc TribObrig + Vol	0,92	-3,81*		-0,23	-0,66		-0,96	-7,36	-0,12*	-4,05**
Disc Trib		-2,32			-0,86			-7,56		-2,60***
BTD Total + RTT		0		0,21	0			0		-2,49**
Disc Tob+BTD+RTT	0	-3,76*	0,16	0	-0,76	0	0	-7,31	-	-
DTO+Vol+BTD+RTT	0,92*	-3,98*	0,2	0	-0,26	-0,75	0	-0,93	-7,16*	-
Disc Trib+BTD+RTT	0	-2,41		0,17	0	-0,99	0	0	-7,35*	-

* significativo a 10%

**significativo a 5%

*** significativo a 1%

mensurada ao nível de confiança de 5%; exceto para as variáveis *disclosure* tributário obrigatório e *disclosure* total, e somente quando os coeficientes foram analisados nos três anos em conjunto, oportunidades nas quais, os coeficientes aproximaram-se de 1%.

Entretanto, tais valores significantes, não podem ser comparados aos demais casos (insignificantes) porque, nessas duas únicas situações, as variáveis foram transformadas em logaritmos, para que se pudesse resolver problemas de heterocedasticidade. Em todas as outras situações originariamente homocedásticas, os p-valores superaram o limite de 5% estabelecido como parâmetro, tornando os coeficientes insignificantes. Em alguns casos, o p-valor alcançou o valor de 85%.

A tabela 3 apresenta um resumo da correlação entre as variáveis. Esperava-se que os valores do p-valor não ultrapassassem o valor de 5%. Entretanto, em todas as situações isso foi invalidado, tornando os modelos não significantes, exceto nas duas situações (*DiscTribObrig* e *DiscTrib* dos três anos em conjunto) nas quais as variáveis foram transformadas em logaritmo. Em 2013, por exemplo, o modelo que analisou o

value relevance do *BTDTotal* teve um p-valor que se aproximou dos 86%.

Quanto maior fosse o coeficiente de correlação entre as variáveis, maior seria a probabilidade de validação das hipóteses. Entretanto, os percentuais de R-múltiplo detectados foram inferiores a 26%, quando o ideal era que se aproximassem de 85%.

Ou seja, a variação ocorrida na taxa de retorno do preço das ações das indústrias listadas na B3, em todos os períodos, foi proporcional a no máximo 25% da variação apresentada pelas variáveis testadas. O que apresenta um baixo nível de correlação.

Destaca-se, ainda, que esse baixo índice ocorreu mesmo nas situações em que o número de observações foi de 222, representando os três anos em conjunto. Da mesma forma, podemos constatar nas situações em que as variáveis foram transformadas em logaritmos. Portanto, os dados analisados na tabela 3 não são suficientes para atestar a veracidade das hipóteses H1 e H2. Não houve correlação significativa entre as variáveis independentes e a taxa de retorno do preço das ações das indústrias listadas na B3.

Tabela 3. Coeficiente de correlação com a Ret@ (R-múltiplo)

	2013	2014	2015	nos 3 anos
DiscTribObrig	0,1947	0,0729	0,1460	0,2175*
DiscTribObrig+Vol	0,2598	0,1140	0,1590	0,1233
DiscTrib	0,1366	0,0971	0,1563	0,2079*
BTDTotal	0,0213	-	0,0513	-
BTDTotal+RTT	-	0,0687	-	-
DiscTribObrig+BTD	0,1981	-	0,1487	-
DiscTObr+BTD+RTT	-	0,1040	-	-
DiscTObr+Vol+BTD	0,2618	-	0,1607	-
DTO+Vol+BTD+RTT	-	0,1422	-	-
DiscTrib+BTD	0,1378	-	0,1581	-
DiscTrib+BTD+RTT	-	0,1193	-	-
Contagem	74	74	74	222

* Variáveis em LOG

Tabela 4. Coeficiente de determinação da Ret@

	2013	2014	2015	nos 3 anos
DiscTribObrig	0,0379	0,0053	0,0213	0,0875*
DiscTribObrig+Vol	0,0675	0,0130	0,0253	0,0152
DiscTrib	0,0187	0,0094	0,0244	0,0997*
BTDTotal	0,0004	-	0,0221	-
BTDTotal+RTT	-	0,0047	-	-
DiscTribObrig+BTDT	0,0393	-	0,0221	-
DiscTObr+BTDT+RTT	-	0,0108	-	-
DiscTObr+Vol+BTDT	0,0685	-	0,0258	-
DTO+Vol+BTDT+RTT	-	0,0202	-	-
DiscTrib+BTDT	0,0190	-	0,0250	-
DiscTrib+BTDT+RTT	-	0,0161	-	-
Contagem	74	74	74	222

* Variáveis em LOG

Fonte: Dados da pesquisa

A tabela 4 apresenta o coeficiente de determinação entre as variáveis. Apesar do baixo R^2 os coeficientes de determinação das taxas de retorno do preço das ações foram – na amostra analisada – menores que 10%. Isso significa que a variação ocorrida na taxa de retorno do preço das ações das indústrias listadas na B3, foi explicada por menos de 10% das variações apresentadas pelas variáveis independentes, em todos os anos, em todas as contagens e independente de transformar as variáveis em logaritmos.

Os dados analisados nas tabelas de 1 a 4, portanto, não são suficientes para certificar a veracidade da hipótese H1, que foi baseada na literatura (Modigliani & Miller, 1958; Santos, 2005; Hassan & Mohd-Saleh, 2010; Graham et al., 2012; Mauler, 2014; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014; Carvalho, 2015); também não o são para a hipótese H2, igualmente prevista em argumentos fundamentados (Hanlon, 2005; Tang, 2005; Ayers et al., 2012; Machado & Nakao, 2012; Carvalho, 2015).

4.3. Análises dos efeitos do enquadramento no RTT

Uma das variáveis observadas foi a *Dummy RTT*, que possibilitou analisar a influência do enquadramento no RTT sobre a taxa de retorno das ações e sobre os níveis de *disclosure* tributário e de estratégia tributária agressiva.

A tabela 5 mostra os efeitos do enquadramento no RTT em relação à taxa de retorno do preço das ações e do nível de *disclosure* tributário obrigatório nos três anos observados em conjunto:

Nessa tabela 5, observa-se que as empresas enquadradas no RTT tiveram – em média – uma menor taxa de retorno do preço das ações, se comparadas às empresas que não estavam enquadradas no RTT. Aquelas tiveram um aumento de 20% no preço de suas ações; essas, 182%.

Já em relação ao nível de *disclosure* tributário obrigatório, o enquadramento no RTT não fez diferença, pois – estando ou não enquadrada no RTT – a média

Tabela 5. Efeitos do RTT na Ret@ e no DiscTribObr nos 3 anos em conjunto

	Ret@ com RTT	Ret@ sem RTT	DiscTribObr c/ RTT	DiscTribObr s/ RTT
Média	0,1964	1,8299	0,7080	0,7190
Erro padrão	0,1815	0,7651	0,0120	0,0155
Mediana	-0,1097	-0,1190	0,7000	0,7000
Moda	-0,5000	0,0000	0,7000	0,7000
Desvio Padrão	2,1323	7,0124	0,1409	0,1418
Variância da amostra	4,5467	49,1740	0,0199	0,0201
Curtose	85,1025	24,2418	-0,0995	0,1303
Assimetria	8,7092	4,5794	0,0949	-0,0864
Intervalo	22,9077	49,9233	0,7000	0,7000
Mínimo	-0,7411	-0,9233	0,3000	0,3000
Máximo	22,1666	48,0000	1,0000	1,0000
Soma	27,1011	153,7162	97,7000	60,4000
Contagem	138	84	138	84

do nível de *disclosure* foi basicamente o mesmo, 71% e 72%.

A taxa de retorno mínima alcançada pelas empresas enquadradas no RTT foi de -74%, enquanto a das empresas que não optaram pelo enquadramento foi de -92%. O nível mínimo de *disclosure* tributário obrigatório apresentado foi de 30% para ambas as espécies industriais observadas (enquadradas e não enquadradas no RTT).

A taxa de retorno máxima alcançada pelas empresas não enquadradas no RTT foi praticamente duas vezes maior que a das empresas enquadradas (48% e 22%, respectivamente). Outrossim, o nível máximo de *disclosure* tributário obrigatório apresentado foi de 100% para ambas as espécies industriais observadas.

No ano de 2014, quando o enquadramento no RTT era opcional, 84 indústrias observadas estavam enquadradas no RTT e somente 10 empresas optaram pela antecipação dos efeitos da Lei 12.973/14 e, portanto, não estavam enquadradas no RTT.

A tabela 6 mostra os efeitos do enquadramento no RTT em relação aos níveis de *disclosure* tributário total e de estratégia tributária agressiva:

Observa-se que as empresas enquadradas no RTT tiveram a mesma média de *disclosure* tributário total das empresas que não estavam enquadradas no RTT, 75%.

Não é possível, com base nestes dados e resultados, afirmar que há distinção entre a média do nível de agressividade tributária como consequência do enquadramento no RTT. Outras razões podem influenciar estes resultados. Com o RTT o número de ajustes tende a ser maior, pois, qualquer IFRS pode produzir diferenças na mensuração do lucro tributável. Logo, estes achados não indicam, necessariamente agressividade. A tendência é que, por exemplo, se a empresa tiver receitas de valor justo, haja um maior BTB. Pode-se estar tratando de gerenciamento contábil, pois ajustes a valor justo não possuem efeitos tributários justamente em razão do RTT.

Tabela 6. Efeitos do RTT no DiscTrib e no BTDTotal nos três anos em conjunto

	DiscTrib c/ RTT	DiscTrib s/ RTT	BTDTotal c/ RTT	BTDTotal s/ R TT
Média	0,7471	0,7536	-12.233,3199	33.066,8277
Erro padrão	0,0130	0,0162	33.487,0464	70.237,2013
Mediana	0,7000	0,8000	9.877,5000	5.653,7941
Moda	0,7000	0,8000	0,0000	0,0000
Desvio Padrão	0,1529	0,1484	393.383,7238	643.734,5830
Variância da amostra	0,0234	0,0220	154.750.754.169,0000	414.394.213.405,0000
Curtose	0,2588	0,5640	13,0056	16,0032
Assimetria	0,1240	-0,2409	-2,4138	1,1829
Intervalo	0,8000	0,8000	3.701.247,1180	631.8901,4710
Mínimo	0,3000	0,3000	-2.250.584,9410	-2.615.039,3530
Máximo	1,1000	1,1000	1.450.662.1760	3.703.862,1180
Soma	103,1000	63,3000	-1.688.198,1530	2.777.613,5290
Contagem	138	84	138	84

Os níveis de *disclosure* tributário total mínimo e máximo alcançados pelas empresas enquadradas e não enquadradas no RTT foram os mesmos, 30% e 110%. Enquanto que os níveis mínimos e máximos de estratégia tributária agressivas não tenham variado muito.

4.4. Análises dos efeitos do *disclosure* tributário voluntário

A variável *Dummy DTV* possibilitou analisar a influência da divulgação de informações tributárias voluntárias na taxa de retorno das ações e nos níveis de *disclosure* tributário e de estratégia tributária agressiva. A tabela 7 mostra os efeitos da divulgação de informações tributárias voluntárias em relação à taxa de retorno do preço das ações e do nível de *disclosure* tributário obrigatório nos três anos observados em conjunto.

Na tabela 7, observa-se que as indústrias que optaram por divulgar informações tributárias voluntárias tiveram – em média – uma menor taxa de retorno no preço das ações, se comparadas com as indústrias que

não divulgaram informações tributárias voluntárias. Aquelas tiveram um aumento de 70% no preços de suas ações; essas, 89%.

Já em relação ao nível de *disclosure* tributário obrigatório, a divulgação ou não de informações tributárias voluntárias não fez muita diferença, pois a média do nível de *disclosure* foi basicamente o mesmo, 72% e 71%. A taxa de retorno mínima alcançada pelas empresas que divulgaram informações tributárias voluntárias foi de -92%, enquanto a das empresas que não divulgaram foi de -74%. O nível mínimo de *disclosure* tributário obrigatório apresentado pelas empresas que divulgaram informações tributárias voluntárias foi naturalmente maior do que o das empresas que não divulgaram informações voluntárias, 50% e 30%, respectivamente. A taxa de retorno máxima alcançada pelas empresas não divulgaram informações tributárias voluntárias foi praticamente duas vezes maior que a das empresas que não divulgaram (48% e 22%, respectivamente). Outrossim, o nível máximo de *disclosure* tributário obrigatório apresentado foi de

Tabela 7. Efeitos do DiscTrib Voluntário - DTV na Ret@ e no DiscTribObr nos três anos em conjunto

	Ret@ c/ DTV	Ret@ s/ DTV	DiscTribObr c/ DTV	DiscTribObr s/ DTV
Média	0,6979	0,8882	0,7221	0,7059
Erro padrão	0,4234	0,4386	0,0145	0,0125
Mediana	-0,1036	-0,1128	0,7000	0,7000
Moda	0,0000	0,0000	0,7000	0,7000
Desvio Padrão	3,9264	5,1146	0,1341	0,1454
Variância da amostra	15,4159	26,1587	0,0180	0,0211
Curtose	24,2031	57,1931	-0,2339	-0,0765
Assimetria	5,0077	7,0348	0,5437	-0,2063
Intervalo	23,0900	48,7411	0,5000	0,7000
Mínimo	-0,9233	-0,7411	0,5000	0,3000
Máximo	22,1666	48,0000	1,0000	1,0000
Soma	60,0221	120,7951	62,1000	96,0000
Contagem	86,0000	136,0000	86,0000	136,0000

100% para ambas as espécies industriais observadas (com e sem divulgação de informações tributárias voluntária).

Das 222 observações, apenas 86 continham relatórios financeiros com informações tributárias voluntárias e 136 não continham informações tributárias voluntárias. Portanto, praticamente metade da amostra não divulgou informações tributárias distintas das obrigatórias.

A tabela 8 mostra os efeitos das informações tributárias voluntárias em relação aos níveis de *disclosure* tributário total e de estratégia tributária agressiva:

Na tabela 8, observa-se que as indústrias que optaram por divulgar informações tributárias voluntárias tiveram naturalmente uma média de *disclosure* tributário total maior do que a das indústrias que não divulgaram voluntariamente.

Entretanto, a média do nível de estratégia tributária agressiva foi bastante distinto, dependendo da opção

ou não por divulgações voluntárias: as indústrias que divulgaram voluntariamente apresentaram indícios de estratégia tributária agressiva, na ordem de 46 milhões de reais em *BTDTotal*. Já as indústrias que não divulgaram informações tributárias voluntárias não apresentaram indícios de estratégia tributária agressiva medida em *BTDTotal*, pois a média de *BTDTotal* foi de 21 milhões de reais negativos.

O nível de *disclosure* tributário total mínimo alcançado pelas indústrias que divulgaram informações tributárias voluntárias foi de 60%, bem diferente dos 30% alcançados pelas empresas que não divulgaram informações tributárias voluntárias. Os níveis mínimos e máximos de estratégia tributária agressivas não variaram muito entre as indústrias que divulgaram e as que não divulgaram informações tributárias voluntárias. O Quadro 2 apresenta uma síntese da análise de regressão referentes às hipóteses da pesquisa, conforme os dados obtidos.

Tabela 8. Efeitos do DiscTrib Voluntário - DTV no DiscTrib e no BTDTTotal dos três anos em conjunto

	DiscTrib c/ DTV	DiscTrib s/ DTV	BTDTTotal c/ DTV	BTDTTotal s/ DTV
Média	0,8186	0,7059	46.354,4672	-21.301,9765
Erro padrão	0,0144	0,0125	55.802,1160	42.201,8782
Mediana	0,8000	0,7000	8.489,9118	6.439,7338
Moda	0,8000	0,7000	0,0000	0,0000
Desvio Padrão	0,1333	0,1454	517.487,5353	492.154,2430
Variância da amostra	0,0178	0,0211	267.793.349.168,0000	242.215.798.884,0000
Curtose	-0,1058	-0,0765	30,7634	10,6680
Assimetria	0,6263	-0,2063	3,9458	-2,4038
Intervalo	0,5000	0,7000	5.088.632,2350	3.977.410,1180
Mínimo	0,6000	0,3000	-1.384.770,1180	-2.615.039,3530
Máximo	1,1000	1,0000	3.703.862,1180	1.362.370,7650
Soma	70,4000	96,0000	3.986.484,1760	-2.897.068,8000
Contagem	86,0000	136,0000	86,0000	136,0000

Quadro 2. Síntese da Análise de Regressão sobre as Hipóteses da Pesquisa

Hipótese	Conclusão	Resumo das Constatções
H1	Rejeitada	A média da taxa de retorno das ações foi positiva em todos os períodos analisados, diferente da média do nível de <i>DiscTribObrig</i> , que se manteve estável, indicando que o preço das ações (média) subiu, enquanto o <i>DiscTribObrig</i> , em média, não variou.
		A média da taxa de retorno das ações foi positiva em todos os períodos analisados, diferente da média do nível de <i>disclosure</i> tributário total (voluntário e mais obrigatório), que se manteve estável. Isso indica que o preço das ações - em média - subiu, enquanto o <i>disclosure</i> tributário (vol + obrig), em média, não variou.
		Pelo menos metade da amostra observada teve redução da taxa de retorno das ações (avaliada pela mediana de todos os períodos analisados), diferente da maioria dos níveis de <i>DiscTribObrig</i> (também avaliado pela mediana), que se manteve estável.
		Pelo menos metade da amostra observada teve redução da taxa de retorno das ações (avaliada pela mediana de todos os períodos analisados), diferente da maioria dos níveis de <i>disclosure</i> tributário total (também avaliado pela mediana), que se manteve estável.
		As maiores e menores taxas de retorno das ações (de todos os períodos analisados) não têm relação direta com o nível de <i>disclosure</i> tributário.
		A padronização dos relatórios financeiros, normalmente relacionados à manutenção da mesma empresa de auditoria independente, mantém o nível de <i>disclosure</i> tributário constante, o que não condiz com a constante oscilação da taxa de retorno do preço das ações.
		Os coeficientes de <i>DiscTribObrig</i> não foram parâmetros significativos (mensurados pelos respectivos p-valor) em nenhum período observado.
		O mesmo aconteceu com o coeficiente da variável “ <i>DiscTrib</i> (Obrigatório + Voluntário)” e com o coeficiente da variável “ <i>Disclosure</i> Tributário Total”.
		Os modelos que utilizaram o <i>DiscTribObrig</i> não foram significativos (mensurado em P-valor ‘F’), ao nível de confiança de 5%, em nenhum dos períodos analisados. O mesmo aconteceu com o modelo que utilizou a variável “ <i>DiscTrib</i> Obrig + Vol” e com o modelo que utilizou <i>DiscTrib</i> .

Hipótese	Conclusão	Resumo das Constações
		Os coeficientes 'R-múltiplos' detectaram baixos níveis de correlação entre a taxa de retorno das ações e o nível de <i>disclosure</i> tributário obrigatório em todos os períodos analisados. Também foram detectados baixos níveis de correlação (mensurados em R-múltiplos) entre a taxa de retorno do preço das ações e as variáveis " <i>Disclosure</i> Tributário Obrigatório + Voluntário" e " <i>DiscTrib</i> ".
		Os coeficientes 'R-quadrado' detectaram baixos níveis de determinação da taxa de retorno das ações pelo nível de <i>DiscTribObrig</i> em todos os períodos analisados. Também foram detectados baixos níveis de determinação (mensurados em R-quadrados) da taxa de retorno do preço das ações pelas variáveis " <i>Disclosure</i> Tributário Obrigatório + Voluntário" e " <i>DiscTrib</i> ".
H2	Rejeitada	Os coeficientes de estratégia tributária agressiva não foram parâmetros significativos (mensurados pelos respectivos p-valor) em nenhum período observado. Os modelos que utilizaram a estratégia tributária agressiva não foram significativos (mensurado em P-valor 'F'), ao nível de confiança de 5%, em nenhum dos períodos analisados. Os coeficientes 'R-múltiplos' detectaram baixos níveis de correlação entre a taxa de retorno das ações e o nível de estratégia tributária agressiva em todos os períodos Os coeficientes 'R-quadrado' detectaram baixos níveis de determinação da taxa de retorno das ações pelo nível de estratégia tributária agressiva em todos os períodos A média da taxa de retorno das ações foi positiva em todos os períodos analisados, entretanto, a média do nível de estratégia tributária agressiva só foi negativa em 2013, o que é insuficiente para validar a hipótese. Apesar de pelo menos metade da amostra observada ter obtido redução da taxa de retorno das ações (avaliada pela mediana) e pelo menos metade das empresas da amostra ter apresentado níveis de estratégia tributária agressiva (também avaliado pela mediana), essa constatação (sozinha) é insuficiente para validar a hipótese. As maiores e menores taxas de retorno das ações (de todos os períodos analisados) não têm relação direta com o nível de estratégia tributária agressiva.

5. Conclusões

A presente pesquisa visou analisar o *value relevance* dos níveis de *disclosure* das informações tributárias e de estratégia tributária agressiva evidenciados pelas indústrias listadas na B3.

Esse estudo foi embasado em dois principais fundamentos teóricos: 1º) quanto maior for o nível de *disclosure* contábil, maior será o *value relevance*; e 2º) quanto maior for o nível de estratégia tributária agressiva, menor será o interesse do investidor e, portanto, menor será o preço das ações.

Em breve resumo, os resultados encontrados mostram que, em geral, os modelos: não são significativos; não têm determinação significativa; e têm baixo nível de

correlação. Tais achados impedem que se estabeleça assertivas conclusivas, sugerindo que o potencial de influência dos níveis de *disclosure* das informações tributárias e de ajustes que reduzem o lucro para fins de tributação no preço das ações são muito pequenos e discretos. Portanto, por falta de resultados estatisticamente significativos, as hipóteses H1 e H2 não foram aceitas. Logo, tais resultados apresentam um contraponto a diversos achados anteriores, o que amplia a discussão e, portanto, contribui com a compreensão do assunto.

Destaca-se que os dados observados são referentes a um período atípico para a economia brasileira (2013, 2014 e 2015). O cenário era de déficit público, crise política e a iminência de mais um impeachment. O mercado de capitais pode ter sido influenciado

por esses fatores de forma tão incisiva que pode ter anulado os eventuais efeitos influenciadores da informação tributária no preço das ações.

As principais contribuições da pesquisa são: 1) a discussão enfrentada acerca da definição da expressão estratégia tributária agressiva contribui literariamente para construção da sua semântica (estrutura teórica); 2) a complexa e detalhada coleta de dados ratifica o nível de subjetividade imbuído em pesquisas que mensuram o nível (qualidade) da informação contábil; 3) a diversificação da mensuração dos níveis de *disclosure* tributário contribuiu teórica e empiricamente com a literatura posta; 4) a análise da estratégia tributária agressiva sensível ao enquadramento no RTT contribuiu teórica e empiricamente a literatura existente; e 5) a pluralidade de modelos que testaram as hipóteses colabora com os modelos empíricos supracitados.

Outrossim, foram encontrados indícios de que a empresa que elabora a auditoria independente é um fator (variável independente) significativamente influenciador do nível de *disclosure* tributário. Pois foi verificado que as empresas de auditoria mantêm um padrão de trabalho, independente de qual é a indústria (cliente) auditada.

Sugere-se, portanto, estudos futuros que investiguem as relações da empresa de auditoria com o nível de *disclosure* tributário. Aconselha-se, ainda, analisar comparativamente somente a qualidade do nível de *disclosure* dos tributos diferidos, ou a alíquota efetiva de IR e CSLL nas empresas da B3. Outra possibilidade de pesquisa é analisar os motivos que levam as firmas a maiores níveis de evidenciação de informações tributárias voluntariamente.

Por fim, sugere-se analisar quais os eventuais benefícios que uma empresa recebe ao melhorar o seu nível de *disclosure* tributário, posto que a divulgação da informação tributária não melhora a taxa de retorno das ações.

Referências

- Alfaraih, M. M., & Alanezi, F. S. (2011). Does Voluntary Disclosure Level Affect the Value Relevance of Accounting Information? *Accounting & Taxation*, 3(2), 65-84.
- Anderson, D. (2005). *God is an Anarchist. Reflections on Judeo-Christian Teachings*. Recuperado de <http://www.simpleliberty.org/files/giaa.pdf>
- Ayers, B., Laplante, S. K., Li, O. Z., & Schwab, C. (2012). *Investor Trading and Book-Tax Differences*. Working paper. Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/Stacie_Laplante/publication/228431097_Investor_trading_and_book-tax_differences/links/00b7d52cdd2e3f04c100000/Investor-trading-and-book-tax-differences.pdf
- Carvalho, V. G. de. (2015). *Influência das informações tributárias na previsão dos analistas financeiros do mercado de capitais brasileiro* (Tese de doutorado; Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte; Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Natal, Brasil).
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (janeiro 2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61- <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- Chi, S. S., Pincus, M., & Teoh, S. H. (2014). Mispricing of Book-Tax Differences and the Trading Behavior of Short Sellers and Insiders. *The Accounting Review*, 89(2), 511-543. <https://doi.org/10.2308/accr-50644>
- Cook, K. A.; Moser, W. J. & Omer, T. C. (2017). Tax Avoidance and Ex Ante Cost of Capital. *Journal of Business Finance and Accounting*, 44(7-8), 1109-1136. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12258>
- Crabtree, A. D., & Kubick, T. R. (2014). Corporate tax avoidance and the timeliness of annual earnings announcements. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(1), 51-67. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0333-9>

- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B. Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Gallo, M. F. (2007). *A relevância da abordagem contábil na mensuração da carga tributária das empresas* (Tese de doutorado. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade em Contabilidade. São Paulo, Brasil).
- Gleason, C. A., & Mills, L. F. (2008). Evidence of differing market responses to beating analysts targets through tax expense decreases. *Review of Accounting Studies*, (13), 295-318. <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9066-8>
- 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>
- Greco, M. A. (2004). *Planejamento tributário*. São Paulo: Dialética.
- Gross, D. M. (2008). *We Won't Pay! A Tax Resistance Reader*. CreateSpace Independent Publishing Platform. Recuperado de <https://www.amazon.com/We-Wont-Pay-Resistance-Reader/dp/1434898253>.
- Hanlon, M. (2005). The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax-differences. *The Accounting Review*, 80(1), 137-166. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.137>
- Hanlon, M. & Slemrod, J. B. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93(1-2). <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2008.09.004>
- Hassan, M. S., & Mohd-Saleh, N. (2010). The value relevance of financial instruments disclosure in Malaysian firms listed in the main board of Bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Management*, 4(2), 243-270.
- Herbohn, K., Tutticci, I., & Khor, P. S. (2010). Changes in Unrecognised Deferred Tax Accruals from Carry-Forward Losses: Earnings Management or Signalling? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 763-791. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02207.x>
- Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação (IBPT). (4 de julho de 2017). *Brasil edita cerca de 800 normas por dia, somando 5,4 milhões desde a Constituição de 1988*. Recuperado de <https://ibpt.com.br/noticia/2603/Brasil-edita-cerca-de-800-normas-por-dia-somando-5-4-milhoes-desde-a-Constituicao-de-1988>
- Kang, T., & Pang, Y. H. (2005). Economic Development and the Value-Relevance of Accounting Information - A Disclosure Transparency Perspective. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 5-31. <https://doi.org/10.1108/eb043416>
- Kronbauer, C. A.; Souza, M. A.; Ott, E., & Collet, C. J. (2009). Evidenciação e análise de carga tributária: um estudo em empresas brasileiras do setor de energia elétrica. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(7), 3-24. <https://doi.org/10.11606/rco.v3i7.34747>
- Kuo, N. T. (2013). Dividend tax signaling and the pricing of future earnings: a case of taxable stock dividends. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 40(3), 539-570. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0287-y>
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. (Dissertação de mestrado; Universidade de São Paulo; Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade; São Paulo, Brasil).
- Lietz, G. (2013). *Tax Avoidance vs. Tax Aggressiveness: A Unifying Conceptual Framework* (SSRN Scholarly Paper No. ID 2363828). Rochester: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2363828>

- Lima, G. A. S. F. de. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. (Tese de doutorado; Universidade de São Paulo; Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, Brasil). Recuperado em 05 de fevereiro de 2017, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-26112007-165145/en.php>
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado a Bovespa*. (Tese de doutorado; Universidade de São Paulo; Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, Brasil). Recuperado em 02 de março de 2017, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-04092008-113030/pt-br.php>.
- Lopes, A. B. (2002). The Value Relevance of Earnings and Book Values in Brazil: Old versus New Economy. Em *Anais do 26º Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. Salvador, BA, Brasil. Recuperado em 05 de março de 2017, de https://papers.ssrn.com/soL3/papers.cfm?abstract_id=311459.
- Lopes, T. (2008). *A evidenciação das informações tributárias pelas instituições financeiras em face da convergência para as normas internacionais* (Dissertação de mestrado; Universidade de São Paulo; Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, Brasil).
- Machado, M. C., & Nakao, S. H. (julho-setembro 2012). Diferenças entre o Lucro Tributável e o Lucro Contábil das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 100-112. <https://doi.org/10.4270/ruc.2012324>
- Martinez, A. L., & Passamani, R. R. (2014). Book-Tax Differences e sua Relevância Informacional no Mercado de Capitais no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(2), 20-37.
- Mauler, L. M. (2014). *The Role of Additional Non-EPS Forecast: Evidence Using Pre-Tax-Forecast*. (Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy, University of Arizona, Graduate College. Arizona, United States of America). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2447063>
- Mills, L. F., & Newberry, K. (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. <https://doi.org/10.2308/jata.2001.23.1.1>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (junho 1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Moraes, M. V. M., Sauerbronn, F. F., & Macedo, M. A. S. (2015). E se as normas internacionais fossem adotadas para fins fiscais? Evidências empíricas a partir dos ajustes do regime tributário de transição (RTT). *Revista Universo Contábil*, 11(4), 107-127. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015434>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pohlmann, M. C., & Iudícibus, S. (2010). *Tributação e política tributária: uma abordagem interdisciplinar*. São Paulo: Atlas.
- Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., Moura, H., & Carmo, R. C. A. (2007). Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das Sociedades Anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 50-62. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400005>
- Pownall, G., & Schipper, K. (setembro 1999). Implications of Accounting Research for the SEC's Consideration of International Accounting Standards for US Securities Offerings. *Accounting Horizons*, 13(3), 259-280. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.3.259>
- Presidência da República. (28 de dezembro de 2007). Lei que altera e revoga dispositivos da Lei N° 6.404, de 15

- de dezembro de 1976, e da Lei N° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras [Lei N° 11.638]. Recuperado em 16 de março de 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
- Presidência da República. (27 de maio de 2009). Lei que altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que específica; institui regime tributário de transição [Lei N° 11.941]. Recuperado em 16 de março de 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm
- Presidência da República. (13 de maio de 2014). Lei que altera a legislação tributária federal relativa ao IRPJ, à CSLL, ao PIS/Pasep e à Cofins; revoga o Regime Tributário de Transição - RTT, instituído pela Lei N° 11.941, de 27 de maio de 2009; dispõe sobre a tributação da pessoa jurídica domiciliada no Brasil, com relação ao acréscimo patrimonial decorrente de participação em lucros auferidos no exterior por controladas e coligadas [Lei N° 12.973]. Recuperado em 28 de março de 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/l12973.htm
- Querquilli, A. G., & Alencar, R. C. de. (2011). Evidenciação das informações dos tributos sobre o lucro pelas companhias listadas no novo mercado da BOVESPA. Em *Aproximação das contabilidades : societária e gerencial*. São Paulo: EAC/FEA/USP Recuperado de <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos112011/532.pdf>
- Reinders, A. P. G. S., & Martinez, A. L. (2016). Qual o efeito da agressividade tributária na rentabilidade futura? Uma análise das companhias abertas brasileiras. *Anais do X Congresso ANPCONT*. São Paulo, Brasil. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/303987476>
- Rezende, A. J. (2005). The Relevance of Accounting Information in the Process of Valuation of Companies in the New and Old Economy - An Analysis of Asset Investments and their Effects on the Value Relevance of Earnings and Book Value. *Brazilian Business Review*, 2(1), 33-52. <https://doi.org/10.15728/bbr.2005.2.1.3>
- Santos, A. dos. (agosto 2005). DVA - Uma demonstração que veio para ficar. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(38), 3-6. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000200001>
- Santos, M. A. C. (2015). *Contabilidade Tributária: um enfoque nos IFRS e na Legislação do IRPJ*. São Paulo: Atlas.
- Souza, M. M., & Borba, J. A. (janeiro-abril 2017). Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 77-92.
- Spence, A. M. (August 1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tang, T. Y. H. (2005). *The Market Perception of BTD: an empirical study in China's capital markets*. Working Paper. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=872389
- Tang, T. Y. H., & Firth, M. (2011). Can Book-Tax-Differences Capture Earnings Management and Tax Management? Empirical Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 42(2), 175-204. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.005>
- Tsalavoutas, I., & Dionysiou, D. (2014). Value relevance of IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 22-42. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2013-0021>
- Weber, D. P. (2010). 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>

Fecha de recepción: 10 de junio de 2018

Fecha de aceptación: 18 de noviembre de 2019

Correspondencia: heliofelipe@hotmail.com

luiz.cmanjos@ufpe.br

mateusalexandrecs@hotmail.com