



Como os Analistas Reagem à Surpresa na Despesa Fiscal?

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA

Universidade Federal do Ceará

JISLENE TRINDADE MEDEIROS

Universidade Federal do Ceará

GERLANDO AUGUSTO SAMPAIO FRANCO DE LIMA

University of Illinois at Urbana-Champaign

ALESSANDA CARVALHO DE VASCONCELOS

Universidade Federal do Ceará

Resumo

A acurácia na previsão dos lucros é algo importante para os analistas financeiros, na medida em que fornece incentivos para a utilização de informações relevantes na formação de suas previsões. No entanto, devido à complexidade das informações fiscais das empresas, especialmente daquelas relacionadas à contabilização do imposto de renda, não há evidências de sua utilização pelos analistas e de sua influência nas expectativas de lucros. Dessa forma, o presente estudo examina a associação entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia futura da previsão de lucros dos analistas e como o *enforcement* fiscal do país altera essa relação, em uma amostra constituída por 4.775 empresas de 35 países, no período de 2001 a 2019. A análise dos resultados levou à constatação de que sistematicamente os analistas financeiros emitem previsões de lucros otimistas, e, a partir de regressões estimadas pelo método System Generalized Method of Moments (Sys GMM), observou-se que a surpresa na despesa fiscal é incrementalmente relevante para a surpresa nos lucros ao explicar os erros futuros dos analistas. Com base na associação positiva e significativa encontrada entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro da previsão dos analistas, infere-se que esses intermediários de informações não incorporam e reagem de forma eficiente às informações fiscais ao emitir suas expectativas de lucros. Além disso, considerando-se que a interação do *enforcement* fiscal com a surpresa na despesa fiscal relaciona-se negativamente com o erro futuro da previsão de lucros, conclui-se que em ambientes de maior execução fiscal os analistas utilizam as informações fiscais de forma mais eficiente e melhoram a previsão dos lucros. Esses achados destacam a importância do *enforcement* fiscal e das informações fiscais na formação das expectativas dos analistas financeiros sobre o desempenho futuro.

Palavras-chave: Analistas financeiros, Surpresa na despesa fiscal, Previsão de lucros.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

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). Além disso, Givoly e Lakonishok (1979) descobriram que as previsões dos analistas têm conteúdo informativo e são *value relevant* para o mercado.

Ao evidenciar que as previsões dos analistas afetam os preços dos títulos, os achados de Fried e Givoly (1982) sugerem que os investidores reconhecem as informações divulgadas pelos analistas. Chen *et al.* (2017) descobriram que por meio do monitoramento dos analistas, quanto maior for a acurácia de suas previsões, maior será a eficiência dos investimentos nas empresas. Consistentes com essa visão, Sualihu *et al.* (2021) defendem que as atividades dos analistas podem ajudar a dissuadir os gestores de se envolver em decisões de investimento abaixo do ideal.

Abarbanell e Bushee (1997) sugerem, por outro lado, que pode haver limite na capacidade dos analistas de usar as informações disponíveis em suas avaliações e previsões. De modo convergente com esse entendimento, Plumlee (2003) afirma ser menos provável que analistas usem informações complexas, ou porque não detêm capacidade necessária, ou porque os custos superam os benefícios. Esses argumentos sugerem que a complexidade das informações fiscais, como, por exemplo, a contabilização do imposto de renda, pode levar os analistas a cometer 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 do mais, 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 estimativa, as estratégias de planejamento tributário adotadas pela empresa, as informações relacionadas a essa informação são frequentemente criticadas por serem obscuras, incompletas e não padronizadas, podendo, portanto, 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; e 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 continua sendo uma importante questão em aberto para os analistas. Diante do exposto, este estudo examina a associação entre a surpresa na despesa fiscal das



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

empresas e a acurácia futura das previsões dos analistas financeiros e como o *enforcement* fiscal do país altera essa correlação. É importante entender se os analistas efetivamente usam informações fiscais para elaborar de forma eficiente suas expectativas de lucros ao emitir previsões, devido ao papel de destaque que tais agentes desempenham como intermediários de informações e às implicações de suas previsões para a alocação de recursos no mercado de capitais.

Utilizando uma amostra que reúne empresas de 35 países com ações negociadas no mercado de capitais estadunidense, verificou-se que os analistas sistematicamente emitem previsões otimistas sobre o desempenho futuro da empresa, segundo os achados de estudos anteriores (Clayman & Schwartz, 1994; Dreman & Berry, 1995; Nutt *et al.*, 1999). Observa-se ainda que esse resultado está alinhado com a tese de Abarbanell e Bernard (1992) e a de Easterwood e Nutt (1999), de que os analistas são tendenciosos e reagem de forma insuficiente diante das informações disponíveis.

Ao se examinar individualmente o relacionamento entre a surpresa na despesa fiscal e a surpresa nos lucros, constatou-se que a surpresa na despesa fiscal é positivamente associada ao erro de previsão, assim como à surpresa nos lucros. Após controlar a surpresa nos lucros e outros fatores no nível da empresa e do país, a surpresa na despesa fiscal continua a contribuir para o aumento no erro de previsão. Dado que a surpresa na despesa fiscal é uma medida alternativa de lucro (Hanlon *et al.*, 2005; Thomas & Zhang, 2011), esse resultado sugere que os analistas não conseguem incorporar a suas previsões as informações contidas nas surpresas das despesas fiscais.

Reexaminando-se a associação entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro de previsão dos analistas, com inclusão da variável de interação da surpresa na despesa fiscal com o *enforcement* fiscal, verifica-se que os coeficientes da surpresa na despesa fiscal e da surpresa na despesa fiscal inexplicada continuam positivos e significantes, mas a variável de interação da surpresa na despesa fiscal inexplicada com o *enforcement* fiscal correlaciona-se negativamente com o erro futuro de previsão. Esses resultados demonstram que a ineficiência dos analistas ao processar e incorporar a suas previsões de lucros as informações sobre a surpresa na despesa fiscal podem ser minimizadas em mercados com nível mais alto de monitoramento e fiscalização pela autoridade tributária, em consonância com a tese defendida por Desai *et al.* (2007) e Kerr (2019).

O presente estudo contribui para enriquecer a literatura que investiga o conteúdo informativo das informações fiscais disponíveis nos relatórios financeiros, ao ampliar a compreensão sobre o impacto da surpresa na despesa fiscal na acurácia dos analistas financeiros, além de apresentar resultados do interesse de várias *stakeholders*. Primeiramente, para os analistas financeiros, pois, ao revelar evidências de que o conteúdo informacional da surpresa na despesa fiscal promove menos acurácia em suas previsões, eles podem processar e interpretar essas informações de forma mais completa e melhorar suas previsões.

Além disso, ao demonstrar que as previsões dos analistas sobre os lucros futuros têm um viés otimista e que eles falham ao incorporar as informações sobre a surpresa na despesa fiscal e emitem previsões de mais baixa qualidade para o mercado, os investidores devem estar cientes dessa ineficiência no relato das previsões dos analistas, 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

No mercado de capitais, os problemas de informação e incentivos dificultam a eficiente alocação de recursos (Healy & Palepu, 2001), surgindo uma demanda pela produção de informações privadas por parte de intermediários, como os analistas financeiros, o que



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

pode contribuir para reduzir a assimetria de informações entre gestores e investidores (Brennan & Subrahmanyam, 1995; Healy & Palepu, 2001) e revelar novas informações ao mercado (Wang, 2019).

Os analistas 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 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.

Na visão tradicional, baseada no comportamento racional de especialistas de informações do mercado, as previsões de lucros dos analistas financeiros incorporam novas informações de forma imediata, precisa e sem preconceito. Assim, os analistas financeiros são considerados especialistas racionais que preveem os lucros, avaliam o risco, identificam títulos com preços incorretos e fornecem previsões estatisticamente ideais (Nutt *et al.*, 1999).

Easterwood e Nutt (1999) argumentam que se o mercado trata as previsões dos analistas como racionais e estatisticamente ótimas, então as previsões ineficientes podem ter importantes implicações para a eficiência da precificação no mercado de títulos. Alguns importantes estudos mostram que as previsões de lucros dos analistas são tendenciosas e que estes reagem de forma insuficiente ou exagerada a novas informações (Abarbanell 1991, Abarbanell & Bernard 1992; DeBondt & Thaler, 1990; Easterwood & Nutt, 1999; Lys & Sohn, 1990), indicando que os analistas não incorporam de forma completa e racional os dados publicamente disponibilizados.

DeBondt e Thaler (1990) demonstram que as mudanças nos lucros maiores do que as previstas estão associadas a uma menor precisão subsequente da previsão dos analistas, e concluem que os analistas reagem de forma exagerada às informações publicamente disponibilizadas. Lys e Sohn (1990) afirmam que as previsões de lucros dos analistas refletem apenas uma parcela das informações disponibilizadas aos investidores entre as previsões consecutivas.

Ao examinar se as previsões de lucros dos analistas incorporam informações de mudanças anteriores nos preços das ações, Abarbanell (1991) documenta uma associação positiva entre o erro de previsão de lucros e as mudanças anteriores nos preços das ações, indicando que ao elaborar suas previsões de lucros os analistas não incorporam totalmente as mudanças anteriores nos preços das ações, e constata que a não consideração dessa informação pressupõe o sinal do erro de previsão.

Após investigar se os analistas financeiros reagem de forma insuficiente ou exagerada a informações anteriores sobre lucros e se esse tipo de comportamento pode explicar os movimentos anômalos dos preços das ações anteriormente documentados, Abarbanell e Bernard (1992) concluem que os analistas reagem de forma insuficiente diante das notícias de lucros anteriores, e argumentam que eles subestimam as implicações das mudanças anteriores nos lucros e se tornam mais otimistas (pessimistas) após más (boas) notícias; isto é, as mudanças negativas (positivas) nos lucros são seguidas por surpresas negativas (positivas) nas previsões.

Estendendo os estudos de Abarbanell e Bernard (1992) e DeBondt e Thaler (1990), Easterwood e Nutt (1999), após examinar se os analistas incorporam com eficiência as informações contidas no desempenho do ano anterior, observaram que os analistas reagem de forma insuficiente às informações negativas e de modo exagerado às informações positivas. Segundo os dois citados autores, esses achados são consistentes com a visão de que sistematicamente os analistas reagem às informações de maneira otimista, e são inconsistentes



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

com a visão de que os analistas sistematicamente sub-reagem ou reagem de forma exagerada às informações disponíveis (Easterwood & Nutt, 1999).

Revisando pesquisas anteriores, Nutt *et al.* (1999) identificaram uma lacuna na abordagem desses estudos, pois não analisam a possibilidade de que as reações dos analistas sejam decorrentes da natureza das informações que recebem, ou seja, boas ou más notícias, e reexaminam a correlação serial nos erros de previsão, investigando se os analistas reagem de maneira diferente dependendo da natureza das informações que recebem. Os autores encontraram indícios de que os erros de previsão exibem correlação serial positiva quando há más notícias no erro de previsão anterior, correlação serial negativa quando há boas notícias no erro de previsão anterior e nenhuma correlação serial quando não há notícias no erro de previsão anterior (Nutt *et al.*, 1999).

Assim como Clayman e Schwartz (1994), Dreman e Berry (1995) e Olsen (1996), Nutt *et al.* (1999) constataram que os analistas tendem a emitir previsões otimistas superestimando os lucros subsequentes, e apregoam que esse otimismo também pode ser verificado em sua reação às novas informações. Ao responder de forma otimista, os analistas estão reagindo de forma insuficiente às más notícias, o que produz erros de previsão de lucros positivamente correlacionados a elas; e, em contraste, ao reagir de forma exagerada às boas notícias, os analistas tendem a emitir previsões com erros negativamente correlacionados às boas notícias, porquanto suas previsões tenderão a superestimar o impacto dessas informações positivas (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 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, sugerindo que um lucro tributável mais baixo é visto pelos analistas/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. Examinando as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável, 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.

Contudo, ao investigar se ao analisar o risco de crédito de uma empresa os analistas de crédito utilizam as informações da *book-tax difference* (BTD), Ayers *et al.* (2008) observaram uma associação negativa entre as mudanças positivas nas BTDs 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 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



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

que as previsões dos analistas do mercado estadunidense são, em média, mais otimistas para as empresas com lucro tributário mais baixo, indicando uma falha em prever que essas empresas tendem a ter lucros futuros mais baixos, o que, segundo ele, sinaliza que os analistas não conseguem incorporar totalmente em suas previsões as informações relacionadas às BTDs.

Após controlar a surpresa nos lucros trimestrais, 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.

Expandindo o estudo de Thomas e Zhang (2011), Baik *et al.* (2016), considerando que, ao emitir além de previsões de lucros, previsões de lucros antes dos impostos, os analistas estão implicitamente fornecendo uma previsão das despesas com imposto de renda, investigaram se as previsões de lucros antes dos impostos reduzem o erro de avaliação dos investidores em relação às despesas com imposto de renda corporativo (despesa fiscal). Após controlar a surpresa dos lucros, os autores descobriram que as mudanças sazonais positivas nas despesas com imposto de renda trimestral (despesas fiscais) estão positivamente correlacionadas aos retornos futuros, concluindo que os investidores reagem de forma insuficiente às informações referentes às despesas fiscais (Baik *et al.*, 2016).

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).

Avaliando os achados da literatura que se dedica a estudar as implicações das informações fiscais, 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 como uma boa notícia, já que pode demonstrar indícios de que a empresa apresentará maior crescimento e rentabilidade futura.

Dessa forma, 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. Além disso, alinhado ao defendido por Easterwood e Nutt (1999) de que os analistas 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, a saber:



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

H₁: *Quanto maior for a surpresa na despesa fiscal, maior será o erro futuro das previsões de lucros dos analistas.*

A literatura sobre economia e finanças 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).

Alinhado ao defendido por Kothari (2000), segundo o qual a qualidade da informação financeira é uma função tanto da qualidade dos padrões contábeis quanto do cumprimento das normas, 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 sobre os lucros futuros.

Ao investigar como o *enforcement* legal afeta as transações financeiras em uma amostra de empresas de mais de 25 países em desenvolvimento, 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 dois 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.

De acordo com Desai *et al.* (2007) e El Ghouli *et al.* (2011), a autoridade tributária é um mecanismo de monitoramento das pessoas jurídicas que afeta o mercado de capitais e o custo de financiamento da empresa. Ao examinar os efeitos do *enforcement* fiscal sobre o valor de mercado de empresas russas, Desai *et al.* (2007) observaram que um aumento no *enforcement* fiscal pode fornecer monitoramento adicional aos gestores e reduzir a adoção de estratégias discricionárias, além de aumentar o valor de mercado da empresa.

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 a longo prazo, já que não apenas monitora as operações da empresa, mas também desempenha um importante papel na supervisão e monitoramento dos gestores, o que pode aumentar 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, os resultados encontrados por 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. Nesse sentido, os resultados observados por



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ambos os estudos apresentam indícios de que um maior *enforcement* fiscal está positivamente correlacionado à qualidade do ambiente de informação corporativo.

Ampliando a literatura que se concentra em informações relacionadas à relevância da informação fiscal, e 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 forma mais eficiente, as implicações da surpresa na despesa fiscal. Em razão do exposto, propõe-se a segunda hipótese de pesquisa, a saber:

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.*

3 DESIGN DA PESQUISA

3.1 Dados e amostra

A amostra do estudo 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. Foram excluídas da população as empresas localizadas em países com alíquota zero (0%) de imposto de renda, já que 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 ficou delimitada em 35.237 observações de 4.775 empresas distribuídas em 35 países, referentes aos exercícios anuais do período de 2001 a 2019, conforme descrito na Tabela 1.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 1 - Distribuição quantitativa e proporcional da amostra por país

Ordem	País	Nº de empresas	Proporção (%)	Nº de observações	Proporção (%)
1	ARG Argentina	10	0,21	68	0,19
2	AUS Austrália	5	0,10	9	0,03
3	BEL Bélgica	4	0,08	21	0,06
4	BRA Brasil	29	0,61	213	0,60
5	CAN Canadá	182	3,81	1.292	3,67
6	CHE Suíça	17	0,36	127	0,36
7	CHL Chile	8	0,17	51	0,14
8	CHN China	96	2,01	353	1,00
9	COL Colômbia	4	0,08	16	0,05
10	DEU Alemanha	8	0,17	43	0,12
11	DNK Dinamarca	3	0,06	7	0,02
12	ESP Espanha	4	0,08	44	0,12
13	FIN Finlândia	1	0,02	18	0,05
14	FRA França	12	0,25	53	0,15
15	GBR Reino Unido	42	0,88	241	0,68
16	GRC Grécia	13	0,27	92	0,26
17	HKG Hong Kong	7	0,15	29	0,08
18	IND Índia	8	0,17	37	0,11
19	IRL Irlanda	33	0,69	254	0,72
20	ISR Islândia	68	1,42	377	1,07
21	ITA Itália	2	0,04	9	0,03
22	JPN Japão	6	0,13	23	0,07
23	KOR Korea do Sul	3	0,06	14	0,04
24	LUX Luxemburgo	10	0,21	61	0,17
25	MEX México	15	0,31	141	0,40
26	NLD Países Baixos	20	0,42	148	0,42
27	PER Peru	2	0,04	16	0,05
28	PRT Portugal	1	0,02	6	0,02
29	RUS Rússia	5	0,10	33	0,09
30	SGP Singapura	7	0,15	59	0,17
31	SWE Suécia	3	0,06	33	0,09
32	TUR Turquia	1	0,02	6	0,02
33	TWN Taiwan	8	0,17	54	0,15
34	USA Estados Unidos da América	4.132	86,53	31.240	88,66
35	ZAF África do Sul	6	0,13	49	0,14
Total		4.775	100,00	35.237	100,00

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como pode ser observado na Tabela 1, 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.

3.2 Teste de hipóteses

Para testar a primeira hipótese quanto ao impacto da surpresa na despesa fiscal sobre o erro futuro da previsão dos analistas e ao relacionamento entre a surpresa na despesa fiscal inexplicada no erro futuro da previsão dos analistas, são utilizados os dois modelos de regressão representados pelas Equações 1 e 2.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

$$ERRF_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TAXSURP_{i,t} + \beta_2 EARNSURP_{i,t} + CONTROLES + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equação 1})$$

$$ERRF_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TAXSURPI_{i,t} + CONTROLES + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equação 2})$$

A variável dependente é o erro futuro de previsão dos analistas. Como o estudo tem por finalidade investigar o relacionamento entre a surpresa na despesa fiscal e a acurácia da previsão dos analistas financeiros, semelhantemente ao procedimento adotado por Weber (2009), as análises são concentradas nas previsões dos analistas realizadas no período subsequente ($t+1$) à divulgação dos lucros do ano t pelas empresas.

Ao utilizar as previsões de lucros do ano subsequente à divulgação dos lucros no ano t , acredita-se que os analistas 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 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 é calculado pela diferença entre o 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 pelo 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 $t-1$, de acordo com a Equação 3.

$$TAXSURP_{i,t} = \frac{ETAX_{i,t} - ETAX_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} \quad (\text{Equação 3})$$

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 da Equação 2 é analisado o relacionamento entre a TAXSURPI e a precisão da previsão 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 (EARNSURP), mensurado por ano e país com controle para o setor, de acordo com a Equação 4.

$$TAXSURP_{i,t} = \alpha + \beta_1 EARNSURP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equação 4})$$

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 $t-1$;

EARNSURP = 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 .

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Para testar o efeito do *enforcement* fiscal no relacionamento entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro da previsão dos analistas, utilizam-se os modelos de regressão apresentados nas Equações 5 e 6.

$$ERRF_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TAXSURP_{i,t} + \beta_2 EARN SURP_{i,t} + \beta_3 TAXENF_{i,t} + \beta_4 TAXSURP_{i,t} * TAXENF_{i,t} + CONTROLES + \xi_{i,t} \quad (\text{Equação 5})$$

$$ERRF_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TAXSURPI_{i,t} + \beta_2 TAXENF_{i,t} + \beta_3 TAXSURPI_{i,t} * TAXENF_{i,t} + CONTROLES + \xi_{i,t} \quad (\text{Equação 6})$$

Semelhantemente ao que ensina Kerr (2019), o *enforcement* fiscal (TAXENF) do país é determinado pelos índices de evasão dos países do *IMD World Competitiveness Online*, em que os valores mais altos indicam maior *enforcement* fiscal.

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 (Bradshaw *et al.*, 2001; Weber, 2009); a rentabilidade sobre o Ativo (ROA), mensurada como lucro operacional ponderado pelo Ativo, que é positivamente correlacionado com o erro de previsão (McVay *et al.*, 2006); 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).

A análise dos dados é realizada por meio de estatística descritiva, correlação e testes multivariados, em que é utilizado o modelo de regressão linear múltipla com estimação pelo System Generalized Method of Moments (Sys-GMM) com variáveis *dummies* de ano e setor em todas as regressões.

4 RESULTADOS

A análise dos resultados inicia-se com a apresentação, na Tabela 2, da 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 2 - Estatística descritiva

Painel A – Amostra (35 países)

	Nº 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
EARN SURP	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

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

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)								
	Nº 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

Legenda: ERRF = erro futuro de previsão dos analistas financeiros para o ano imediatamente subsequente à divulgação das demonstrações financeiras anuais da empresa *i* no ano *t*; TAXSURP = variação da despesa com imposto de renda do ano *t* em relação ao ano *t-1*, ponderada pelo Ativo do ano *t-1*; EARNSURP = variação do lucro antes dos impostos do ano *t* em relação ao ano *t-1*, ponderada pelo Ativo do ano *t-1*; TAXSURPI = erro da regressão entre a TAXSURP e EARNSURP; TAM = logaritmo natural do Ativo da empresa *i* no período *t*; ACC = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; ROA = rentabilidade sobre o Ativo, obtida pela razão entre o lucro operacional e o Ativo da empresa *i* no período *t*; D_PLAIR = variável *dummy* que indica as empresas que possuem previsão de lucro antes do imposto de renda; BIG4 = variável *dummy* que sinaliza a empresa auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria do mundo; ERRF_{t-1} = erro de previsão dos analistas financeiros da empresa *i* no período *t*; CSTR = alíquota do imposto de renda do país em que a empresa é sediada; TAXENF = *proxy* do *enforcement* fiscal do país, determinado pelo índice de evasão do país do IMD World Competitiveness Online.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base no Painel A, ou seja, considerando-se todas as empresas da amostra, nota-se que a média dos erros de previsão dos analistas financeiros é 2,2424 (ERRF) e o desvio-padrão é 7,5928, sinalizando uma dispersão significativa nos erros de previsão. Contudo, verifica-se que a mediana é 0,9642, indicando que os erros de previsão 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 acima da média. Além disso, de acordo com as medidas separatrizes, já a partir do primeiro quartil (1º Q) os erros de previsão dos analistas são positivos, sinalizando que pelo menos 75% das previsões de lucros emitidas para as empresas da amostra são otimistas.

Os resultados do Painel B, ou seja, referentes às empresas não estadunidenses, evidenciam que a média dos erros de previsão dos analistas financeiros é superior à média da amostra, e que, de acordo com o desvio-padrão, a dispersão da acurácia dos analistas também é maior. Assim, ainda que os resultados para os dois grupos de países (Painel A e Painel 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 (Painel 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 (Painel A).

De acordo com a Tabela 2, 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



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

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 (Painel A) com os das empresas não estadunidenses (Painel B), verifica-se que a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e a surpresa nos lucros antes do imposto de renda (EARN SURP) do segundo grupo seguem a mesma trajetória, já que, além de apresentar médias positivas, pelo menos 25% (1^o 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 3 é demonstrada a matriz de correlação de Pearson.

Tabela 3 – Análise de multicolinearidade

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ERRF	1									
TAXSURP	0,022 (***)	1								
EARN SURP	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.

Como pode ser verificado na Tabela 3, há uma associação positiva e significativa a 1% entre a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e os erros de previsão futuros dos analis financeiros e entre a surpresa nos lucros (EARN SURP) e os erros futuros de previsão dos analis financeiros. Como, de acordo com a Tabela 2, em média, a EARN SURP 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/investidores como uma má notícia, depreende-se que, como a EARN SURP e a TAXSURP contribuem para o aumento nos erros de previsão dos analis, diminuindo, portanto, a acurácia na previsão de lucros, os analis não incorporam essas informações de forma eficiente ao emitir suas expectativas de lucros.

Além do mais, não foi encontrada uma correlação significativa entre os erros de previsão dos analis e a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI), métrica que representa a surpresa na despesa fiscal que não é explicada pela surpresa nos lucros. Esse resultado está alinhado ao argumentado por Lys e Sohn (1990), de que as previsões de lucros dos analis refletem apenas algumas informações disponibilizadas para os investidores entre as previsões consecutivas. A associação não significativa entre a surpresa na despesa fiscal inexplicada e os erros de previsão dos analis também reforça o entendimento de Weber

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

(2009) e Thomas e Zhang (2011) de que os analistas não conseguem incorporar totalmente as informações fiscais em suas previsões quando as demonstrações contábeis são divulgadas.

A correlação significativa e negativa entre a CSTR e os erros de previsão (ERRF) apresenta evidências alinhadas ao defendido por Dhaliwal *et al.* (2004), de que os analistas consideram a taxa efetiva de impostos (ETR) na avaliação das ações. Como a associação entre o erro de previsão (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 (erro de previsão); 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, assim como verificado por Hope (2003).

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

Para compreensão de como os analistas financeiros reagem à surpresa na despesa fiscal (TAXSURP) e à surpresa na despesa fiscal inexplicável (TAXSURPI) ao emitir suas expectativas de lucros, foi realizada uma série de regressões multivariadas, em que a variável dependente é o erro de previsão 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 (ERRF), sendo, em seguida, adicionadas mais 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 analistas financeiros. Na Tabela 4 são mostrados os resultados dos testes.

Tabela 4 - Influência da surpresa na despesa fiscal no erro futuro da previsão dos analistas financeiros

	(1) ERRF	(2) ERRF	(3) ERRF	(4) ERRF	(5) ERRF	(6) ERRF	(7) ERRF
TAXSURPI				1,2789			2,1041 (**)
TAXSURP	5,1921 (***)		1,4805		1,6956 (*)	1,6934 (*)	
EARNSURP		2,7947 (***)	2,6650 (***)		0,8359 (***)	0,8366 (***)	
TAM					0,3118 (***)	,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
ERRF _{t-1}					0,7392 (***)	0,7392 (***)	0,7390 (***)
CSTR					-0,0016	-0,0025	-0,0025
TAXENF						-0,0375	-0,0372
Intercepto	2,2488 (***)	2,3045 (***)	2,3073 (***)	2,2263 (***)	-0,7194 (**)	-0,4580	-0,4300
Dummy de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy de setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Nº de observações	35.237	35.237	35.237	35.237	35.237	35.237	35.237
Wald chi2	845,12 (***)	931,87 (***)	907,59 (***)	921,20 (***)	5.303,92 (***)	5.336,94 (***)	5.333,75 (***)
R-SQ	0,0180	0,0193	0,0194	0,0177	0,5335	0,5335	0,5334

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Painel B – Amostra sem as empresas estadunidenses (34 países)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ERRF	ERRF	ERRF	ERRF	ERRF	ERRF	ERRF
TAXSURPI				3,4999			0,1239
TAXSURP	14,6691		-1,1578		-0,7974	-0,8284	
EARNSURP		7,7945 (***)	7,8741 (***)		3,9752 (*)	3,9823 (*)	
TAM					0,0621	0,0575	0,0094
ACC					-0,2610	-0,2729	-0,1854
ROA					0,3413	0,3531	1,6021
D_PLAIR					0,4324	0,4327	0,4204
BIG4					-0,0962	-0,1017	-0,1015
ERRP _{t-1}					0,7308 (***)	0,7307 (***)	0,7305 (***)
CSTR					0,0021	0,0064	0,0043
TAXENF						0,0305	0,0237
Intercepto	-0,4376	-0,2723	-0,2735	-0,4796	-0,5460	-0,8382	-0,6884
Dummy de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy de setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Nº de observações	3.997	3.997	3.997	3.997	3.997	3.997	3.997
Wald chi2	86,41 (***)	93,42 (***)	93,57 (***)	85,83 (***)	772,95 (***)	793,16 (***)	780,33 (***)
R-SQ	0,0259	0,0298	0,0299	0,0254	0,5526	0,5526	0,5516

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4, 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 analistas (ERRF). 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 dos analistas. 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 (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 dos analistas financeiros.

Os resultados encontrados no Painel A indicam que os analistas financeiros parecem não incorporar de forma eficiente em suas previsões as informações sobre a surpresa na despesa fiscal (TAXSURP e TAXSURPI), já que estas impactam negativamente a acurácia futura da previsão, fornecendo evidências de que os analistas não incorporam de forma completa e racional os dados disponibilizados publicamente. Portanto, esse resultado contradiz o defendido por e 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.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Ao se analisar 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 EARN SURP tem coeficientes positivos e significantes. Dessa forma, diferentemente do encontrado para toda a amostra, não é possível afirmar que a surpresa na despesa fiscal (TAX SURP) é incrementalmente relevante para explicar o erro futuro de previsão de lucros dos analistas. Além disso, divergentemente do encontrado para o grupo de empresas não estadunidenses, a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAX SURPI) não apresentou coeficientes significantes (colunas 4 e 7). Portanto, as evidências sinalizam que a TAX SURPI não está associada aos erros futuros de previsão de lucros dos analistas.

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, os analistas 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 mostrados na Tabela 4, conclui-se que os analistas financeiros não fornecem previsões estatisticamente ideais, e reagem de forma insuficiente ou exagerada a novas informações, como, por exemplo, a surpresa no lucro antes dos impostos (EARN SURP) e as surpresas nas despesas fiscais (TAX SURP e TAX SURPI), 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 do Painel A da Tabela 4, não pode ser rejeitada a hipótese H₁, de que quanto maior for a surpresa na despesa fiscal maior será o erro futuro das previsões de lucros dos analistas.

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 (TAX SURP*TAX ENF e TAX SURPI*TAX ENF).

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 TAX SURP*TAX ENF e entre ERRF e TAX SURPI*TAX ENF; logo, um coeficiente positivo ou insignificante refuta a hipótese H₂. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Influência do *enforcement* fiscal na relação entre o erro de previsão 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
TAX SURPI		21,0449(***)		42,2342
TAX SURP	12,3537(*)		27,6887	
EARN SURP	0,8212(***)		3,9775(*)	
TAM	0,3137(***)	0,2967(***)	0,0568	0,0078
ACC	-0,2161	-0,1473	-0,2683	-0,2151
ROA	0,1877	0,4068(**)	0,3179	1,572
D_PLAIR	0,3445(***)	0,3467(***)	0,4417	0,4290
BIG4	0,0357	0,0378	-0,0907	-0,0892

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ERRP _{t-1}	0,7392(***)	0,7390(***)	0,7306(***)	0,7304(***)
CSTR	-0,0024	-0,0024	0,0062	0,0041
TAXENF	-0,0350	-0,0368	0,0368	0,0212
TAXSURPI* TAXENF		-3,3701(**)		-7,8685
TAXSURP*TAXENF	-1,9003		-5,2999	
Intercepto	-0,4875	-0,4353	-0,9048	-0,6703
Dummy de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy de setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Nº de observações	35.237	35.237	3.997	3.997
Wald chi2	5.337,39(***)	5.350,66(***)	794,08(***)	794,37(***)
R-SQ	0,5336	0,5335	0,5528	0,5528

(*), (**), (***) 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, 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 5 mostra que, além de a surpresa na despesa fiscal inexplicada (TAXSURPI) apresentar coeficiente positivo e significativo a 1%, 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 H₂ 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.

Assim, alinhados ao argumentado por La Porta *et al.* (2000), esses resultados indicam que os níveis de *enforcement* fiscal, por estar associados à observância da legislação fiscal, diferem significativamente de país para país. Ainda, os achados apresentam indícios de que um nível mais elevado de *enforcement* fiscal, por promover um monitoramento adicional aos gestores e reduzir a adoção de estratégias discricionárias na elaboração das informações financeiras da empresa (Desai *et al.*, 2007), ajuda a reduzir a incerteza quanto à qualidade da informação fiscal dos analistas, 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 da surpresa na despesa fiscal sobre a acurácia futura dos analistas financeiros, e, além de estender a literatura que investiga se os analistas financeiros incorporam em suas previsões a informação fiscal disponível no relatório financeiro, de modo a melhorar a acurácia de suas previsões de lucros, apresenta evidências de como o nível de



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

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, 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, e, conseqüentemente, menor será a acurácia da previsão dos analistas. Por sua vez, a insignificante correlação entre a surpresa na despesa fiscal e o erro futuro de previsão encontrado para a parcela da amostra sem as empresas estadunidenses (34 países), indica que a surpresa na despesa fiscal, ou seja, a despesa com imposto de renda, não contribui para a formação da expectativa dos analistas sobre o desempenho das empresas não estadunidenses.

Esses achados indicam que as previsões de lucros dos analistas não refletem as informações contidas na surpresa na despesa fiscal. Ao falhar em incorporar as informações sobre a surpresa na despesa fiscal, os analistas 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 (Hanlon *et al.*, 2005), prevê o crescimento futuro dos lucros (Baik *et al.*, 2016; Lev & Nissim, 2004; Thomas & Zhang, 2011).

Ao apresentar uma correlação positiva e significativa entre a surpresa nos lucros e o erro futuro de previsão dos analistas, 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, reforçando as evidências documentadas por Abarbanell e Bernard (1992), DeBondt e Thaler (1990) e Easterwood e Nutt (1999).

Além disso, como foi constatado que, em média, o erro da previsão dos analistas 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, ao encontro do que foi evidenciado por Clayman e Schwartz (1994), Dreman e Berry (1995), Nutt *et al.* (1999) e Olsen (1996), há indícios de que sistematicamente os analistas 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, 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, ajudando a reduzir seus erros de previsão.

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 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 a realização de pesquisas que investiguem outras características do ambiente de informação em que as

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

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. (1991). Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes?. *Journal of Accounting and Economics*, 14(2), 147-165, [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(91\)90003-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(91)90003-7)
- 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), 43-358. <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>
- Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2001). Do analysts and auditors use information in accruals?. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 45-74. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00003>
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics*, 38(3), 361-381. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00811-E](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00811-E)
- Chen, T., Xie, L., & Zhang, Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?. *Journal of Corporate Finance*, 43, 217-240. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.010>
- Clayman, M. R., & Schwartz, R. A. (1994). Falling in love again — analysts' estimates and reality. *Financial Analysts Journal*, 50(5), 66-68. <https://doi.org/10.2469/faj.v50.n5.66>
- 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>
- Dreman, D. N., & Berry, M. A. (1995). Overreaction, underreaction, and the low-P/E effect. *Financial Analysts Journal*, 51(4), 21-30. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n4.1917>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- 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>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., & Pittman, J. (2011). The role of IRS monitoring in equity pricing in public firms. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 643-674. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01065.x>
- Fried, D., & Givoly, D. (1982). Financial analysts' forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 4(2), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(82\)90015-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(82)90015-5)
- 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>
- Givoly, D., & Lakonishok, J. (1979). The information content of financial analysts' forecasts of earnings: some evidence on semi-strong inefficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 1(3), 165-185. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(79\)90006-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(79)90006-5)
- 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. (2000). The role of financial reporting in reducing financial risks in the market. In Conference Series-Federal Reserve Bank of Boston, 44, 89-102.
- 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>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190-215. <https://doi.org/10.2307/2491270>
- Lipe, R. C. (1986). The information contained in the components of earnings. *Journal of Accounting Research*, 37-64. <https://doi.org/10.2307/2490728>
- Lys, T., & Sohn, S. (1990). The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes. *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 341-363. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90009-S](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90009-S)
- 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>
- Plumlee, M. A. (2003). The effect of information complexity on analysts' use of that information. *The Accounting Review*, 78(1), 275-296. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.1.275>
- 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>