

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

TAMIRES ALMEIDA CARVALHO

**COBERTURA DE ANALISTAS E AGRESSIVIDADE FISCAL NO
BRASIL**

**VITÓRIA - ES
2020**

TAMIRES ALMEIDA CARVALHO

**COBERTURA DE ANALISTAS E AGRESSIVIDADE FISCAL NO
BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Danilo Soares Monte-mor.

**VITÓRIA - ES
2020**

TAMIRES ALMEIDA CARVALHO

COBERTURA DE ANALISTAS E AGRESSIVIDADE FISCAL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 02 de dezembro de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. DANILO SOARES MONTE-MOR
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. POLIANO BASTOS DA CRUZ
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. FELIPE STORCH DAMASCENO
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente ao meu Deus por ter me dado sabedoria, saúde e equilíbrio emocional para desenvolver este trabalho.

Agradeço ao meu orientador Dr. Danilo Soares Monte-mor pela orientação no decorrer deste trabalho e ao Dr. Talles Vianna Brugni que foi meu orientador na primeira etapa e contribuiu muito desenvolvimento desse estudo.

Ao meu esposo Helvio pela paciência, companheirismo e por todo incentivo neste processo.

Agradeço aos meus pais Anivaldo e Conceição pela educação que me proporcionaram.

Ao meu amigo André Dourado que me ajudou e contribuiu para a construção desse trabalho.

Ao meu irmão Adonias, que sempre foi o meu maior incentivador, pelas contribuições e comentários que lapidaram o meu trabalho. A minha cunhada Kelly e meus sobrinhos Asafe e Isabelle pelo amor e momentos de descontração que permitiram que eu não perdesse o equilíbrio emocional.

Aos meus amigos que conheci e convivi ao longo do mestrado em especial Marcos, Rosiania, Layra com quem viajei e até os hospedei na minha casa. Além, dos meus amigos Leonardo, Daniela, Érica, Juliane e Auridéia com quem sempre almoçávamos e tínhamos vários momentos de descontração neste período.

“Os que confiam no SENHOR serão como o monte de Sião, que não se abala, mas permanece para sempre”.

(Salmos 125:1)

RESUMO

Os analistas financeiros exercem papéis excelentes no mercado de capitais, pois acompanham as empresas, fazendo interpretações e projeções de resultados para deixar as informações divulgadas mais compreensíveis para seus usuários. O presente trabalho busca entender o papel desses analistas financeiros frente as empresas que exercem estratégias de agressividade fiscal. Onde investigou qual o papel desses profissionais no cenário brasileiro, buscando entender se nas empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 a 2018, exerciam papel de monitoramento das ações dos gestores, ou seja, se a cobertura deles inibia ou incentivava a agressividade fiscal ou se exerciam o papel de geradores de informações para mercado, buscando acompanhar as empresas que tem maiores índices de agressividade fiscal. Foi utilizado dois modelos de regressão lineares com dados em painel de efeito fixos de anos para testar as variáveis do estudo. Os resultados apresentaram significância positiva, sendo possível inferir que a maior cobertura de analista está associada a maior agressividade fiscal nas empresas listadas na B3 e ainda que as empresas que apresentam maiores índices de agressividade fiscal têm maior cobertura de analistas financeiros, demonstrando que os analistas financeiros exercem o papel de geradores de informações para o mercado financeiro.

Palavras-chave: Cobertura de Analista; Agressividade Fiscal; Gerador de Informação.

ABSTRACT

Financial analysts play excellent roles in the capital market, as they accompany companies, making interpretations and projections of results to make the information disclosed more understandable to their users. This work seeks to understand the role of these financial analysts in relation to companies that exercise fiscal aggressiveness strategies. It investigated the role of financial analysts in the Brazilian scenario, seeking to understand if in the publicly traded companies listed in Brazil, Bolsa, Balcão (B3) in the period from 2010 to 2018, they exercised a role of monitoring the actions of managers, that is, if their coverage inhibited or encouraged fiscal aggressiveness or if they exercised the role of generators of information for the market, seeking to follow the companies that have higher rates of fiscal aggressiveness. It was used two linear regression models with data in fixed effect panel of years to test the variables of the study. The results presented positive significance, being possible to infer that the greater coverage of analyst is associated with greater fiscal aggressiveness in the companies listed in the B3 and also that the companies that present greater rates of fiscal aggressiveness have greater coverage of financial analysts, demonstrating that financial analysts play the role of information generators for the financial market.

Keywords: Analyst Coverage; Fiscal Aggressiveness; Information Generator.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	BRASIL, BOLSA, BALCÃO
ETR	<i>EFFECTIVE TAX RATE</i>
IBPT	INSTITUTO BRASILEIRO DE PLANEJAMENTO E TRIBUTAÇÃO
PIB	PRODUTO INTERNO BRUTO
IRPJ	IMPOSTO DE RENDA PESSOA JÚRIDICA
CSSL	CONTRIBUIÇÃO SOCIAL SOBRE O LUCRO LÍQUIDO
IFRS	<i>INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS</i>
AGG	AGRESSIVIDADE FISCAL
COB.	COBERTURA
I	EMPRESA
T	TEMPO
LAIR	LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA
ROA	RETORNO SOBRE ATIVO
AT	ATIVO TOTAL
LO	LUCRO OPERACIONAL
LEV	ALAVANCAGEM
DIVLP	DÍVIDAS DE LONGO PRAZO
PPE	ATIVO IMOBILIZADO
SIZE	TAMANHO DA EMPRESA
MB	<i>MARKET TO BOOK</i>
AIMOB	ATIVO IMOBILIZADO DA COMPANHIA

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da Amostra

Tabela 2 - Descrição das Variáveis

Tabela 3 – Estatística descritiva das Variáveis da Amostra

Tabela 4 – Correlação entre as variáveis

Tabela 5 – Regressão Linear: Analistas Financeiros monitorando as ações dos gestores

Tabela 6 - Regressão Linear: Analistas Financeiros como gerador de informações para o mercado

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	10
1. INTRODUÇÃO	10
Capítulo 2.....	14
2. REVISÃO DA LITERATURA	14
2.2. COBERTURA DE ANALISTAS FINANCEIROS.....	14
2.1. AGRESSIVIDADE FISCAL	16
2.3. RELAÇÃO ENTRE COBERTURA DE ANALISTAS FINANCEIROS E AGRESSIVIDADE FISCAL.....	17
Capítulo 3.....	22
3. METODOLOGIA DA PESQUISA.....	22
3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS	22
3.2. MODELO ECONOMÉTRICO	23
3.3. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	25
3.3.1 Medida de Agressividade Fiscal	25
3.3.1.1. <i>Effective Tax Rate (ETR)</i>	25
3.3.2. Cobertura de Analistas Financeiros	26
3.5. VARIÁVEIS DE CONTROLE	26
Capítulo 4.....	30
4. ANÁLISE E DISCUSSÃO dos resultados.....	30
4.2. ANÁLISE DA CORRELAÇÃO	32
4.3. ANÁLISE DA REGRESSÃO: ANALISTAS FINANCEIROS MONITORANDO AS AÇÕES DOS GESTORES	33
4.4. ANÁLISE DA REGRESSÃO: ANALISTAS FINANCEIROS COMO GERADOR DE INFORMAÇÕES PARA O MERCADO.....	34
Capítulo 5.....	37
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	37
REFERÊNCIAS.....	40

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

O mercado financeiro é um ambiente de compra e venda de valores mobiliários. Neste ambiente estão envolvidas grandes instituições que negociam suas ações e agentes que investem seus recursos na aquisição das mesmas (Hoji, 2014). As empresas que fazem parte desse ambiente de negociação financeira, estão expostas a avaliação e monitoramento de agentes externos como auditores independentes e analistas financeiros (Santos, Martins, Martins, Santos, & Peixoto, 2013).

Os analistas financeiros são profissionais que acompanham as empresas de capital aberto, preparam projeções de resultados e fazem recomendações a investidores sobre as melhores possibilidades de alocação de investimentos (Vasconcelos, Miyashiro, Reis, & Paulo, 2008).

Na última década foram realizadas diversas pesquisas no Brasil sobre o papel dos analistas financeiros no monitoramento das empresas. Houston, Lev e Trucker (2010) informam que a quantidade de analistas acompanhando uma determinada firma é negativamente associado com a assimetria de informação entre a empresa e investidores.

Dessa forma, um dos papéis dos analistas ou *gatekeepers* é simplificar a comunicação de informações entre os investidores e a gestão da empresa, ou seja, traduzindo as informações e deixando o mercado mais simétrico, representando uma fonte de riqueza informacional (Martinez, 2009).

Por outro lado, um aumento da cobertura de analista pode servir como monitoramento das ações dos gestores. Allen, Francis, Wu e Zhao (2016), ao

analisarem o cenário norte americano, destacam três visões concorrentes sobre o efeito da cobertura dos analistas na agressividade fiscal. A primeira visão, definida como reconhecimento do investidor, a segunda visão, conhecida como demanda por informações e a terceira relativa à pressão do mercado.

As visões “reconhecimento do investidor” e “demanda por informações” preveem uma associação negativa entre a cobertura dos analistas e a agressividade tributária, sugerindo que a cobertura de analistas inibe agressividade tributária. Já a visão “pressão do mercado” afirma que a cobertura de analistas está positivamente associada à agressividade tributária, ou seja, a cobertura dos analistas financeiros incentiva a agressividade fiscal (Allen *et al.*, 2016). Nessa situação os analistas representam uma importante fonte de monitoramento da saúde financeira das grandes corporações.

Dentro desse contexto, é possível perceber que os analistas financeiros podem exercer um duplo papel: como gerador de informações para o mercado (diminuindo a assimetria de informação) ou monitorado as ações da gestão da empresa (inibindo ou incentivando as ações dos gestores).

Diante do exposto, surge assim o seguinte problema de pesquisa: de que forma a cobertura dos analistas influencia nos níveis de agressividade fiscal das companhias de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3)? Com base nas informações apresentadas, este trabalho tem como objetivo verificar se os analistas financeiros que acompanham as empresas listadas na B3 exercem papel de gerar informações para mercado ou se monitoram as ações dos gestores das empresas.

Para testar as hipóteses e alcançar o objetivo proposto no estudo, foram utilizados dois modelos de regressões, que visam verificar a relação entre

agressividade tributária e níveis de cobertura de analistas das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2018. Para tal, utilizou-se a *Effective Tax Rate* (ETR) como *proxi* de agressividade tributária, conforme Silva (2016). Já para analisar a quantidade de analistas que monitoram as empresas, os dados foram extraídos da base *Thomson Reuters*. As demais informações econômico-financeiras foram extraídas da base de dados Economática®.

O estudo sobre a cobertura de analista em relação a agressividade fiscal no cenário brasileiro preenche a lacuna existente sobre este assunto e ajuda na compreensão de como as empresas nacionais são influenciadas pela cobertura desses analistas, ou ainda, se os analistas financeiros buscam monitorar empresas que apresentam práticas de agressividade fiscal, pois em algumas situações, essas estratégias não são claramente expostas ao mercado.

Essa situação sofre grande influência do cenário brasileiro, que possui uma complexa legislação tributária (Lima & Rezende, 2019), que contribui para um mercado com características assimétricas. Com isso o papel dos analistas ao cobrirem e monitorarem as grandes corporações pode promover efeitos na assimetria do cenário, por conta de seus efeitos nas práticas de agressividade fiscal dessas empresas.

O estudo contribui para a literatura sobre os fatores que influenciam na agressividade fiscal e auxilia na compreensão dos elementos que envolvem a assimetria de informações. Apesar da existência de vários estudos sobre agressividade fiscal, ainda não foi encontrado trabalhos que demonstrem tal relação no contexto brasileiro.

Estudos anteriores em outros países, sugerem que maior cobertura de analistas está associada a maior liquidez de mercado e menos assimetria de informações (Roulstone, 2003; Piotroski & Roulstone, 2004; Yu, 2008; Irani & Oesch, 2013; Kelly & Ljungqvist, 2012; Mola *et al.*, 2012). Dessa maneira, essa pesquisa também, pode contribuir para compreender se essa associação está presente no cenário brasileiro, assumindo que os analistas de mercado podem exercer papéis eficientes tanto informacional como de monitoramento. Espera-se obter informações recorrendo ao exame analítico e sistemático de dados acerca da relevância do papel dos analistas financeiros, na tomada de decisões de modo a contribuir com as grandes corporações.

Capítulo 2

2. REVISÃO DA LITERATURA

O mercado financeiro, por ser um ambiente cercado de incertezas, exige dos indivíduos que operam nesse cenário muita cautela para tomar decisões. Inúmeros fatores podem impactar o processo decisório, como: dificuldade de interpretação das informações disponíveis no mercado de capitais, falta de clareza nas informações divulgadas e assimetria informacional (Ribeiro, Carvalho, & Rocha, 2015).

Dessa forma, a informação num ambiente de negociação assume uma importante ferramenta para auxiliar os diversos usuários no entendimento da dinâmica do mercado financeiro e da situação econômico-financeira das organizações, entre outras informações relevantes. Quando as informações expostas no mercado são confiáveis, as relações contratuais são realizadas de forma mais harmônica (Ribeiro, Carvalho, & Rocha, 2015).

2.2. COBERTURA DE ANALISTAS FINANCEIROS

Os analistas financeiros ou de mercado são profissionais que acompanham as empresas de capital aberto e preparam previsões de resultados e recomendações. Existem várias razões que justificam os trabalhos dos analistas, mas entre outras se destaca o seu papel de *gatekeepers*, melhorando a comunicação das informações entre investidores e a gestão empresarial (Martinez, 2009).

As empresas divulgam periodicamente informações acerca da saúde financeira ao mercado. No entanto, essas informações podem ser extremamente complexas e nem todos os usuários conseguem compreender as suas implicações. Dessa forma,

os analistas interpretam as informações tornando-as mais compreensivas (Martinez, 2009).

Uma maior cobertura de analistas em uma determinada empresa está geralmente associada ao alto nível de eficiência do preço das ações, pois os analistas interpretam as informações financeiras publicamente disponíveis, trazendo uma maior compreensão para os usuários destas informações (Elgers, Lo, & Pfeiffer, 2001). Diante disso, a cobertura dos analistas produz um ambiente informacional mais claro.

Os analistas financeiros tornam-se intermediários importantes no mercado de capitais, pois influenciam a tomada de decisão dos investidores. Tal capacidade influenciadora é resultado de um treinamento específico, observação regular das informações externadas pela empresa e participação na conferência primária para divulgação dos relatórios contábeis. Assim, interagem com a administração da empresa e questionam os diferentes aspectos dos números contábeis apresentados (Paulo, Lima, & Lima, 2014).

Alguns trabalhos investigaram o papel dos analistas financeiros dentro do sistema de governança corporativa e verificaram que eles exercem pressão sobre a administração (Healy & Papepu, 2001). As empresas com maior cobertura de analistas possuem menor nível de discricionariedade nos *accruals*, do que as que têm menos cobertura (Yu, 2008).

A cobertura realizada por analistas de mercado é benéfica à empresa, pois agrega valor e diminui o custo de capital, uma vez que os investidores têm maior acesso às informações. Este fato traz visibilidade as empresas no mercado, gerando maior segurança aos investidores e conseqüentemente, aumenta o volume das transações (Brennan & Subrahmanyam, 1995; Roulstone, 2003).

2.1. AGRESSIVIDADE FISCAL

As empresas repassam para o governo uma parcela considerável do seu fluxo de caixa em forma de tributos (Desai & Dhamapala, 2006). Segundo o Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação (IBPT), no ano de 2018, mesmo com a economia em recessão o Brasil apresentou uma carga tributária de 35,06% do Produto Interno Bruto (PIB), apesar de não ser a maior carga tributária do mundo, a exemplo da Dinamarca (45,2%), Itália (42,6%), Alemanha (36,7%) e Islândia (35,5%), representa uma parcela bem significativa do lucro.

Essa alta carga tributária induz a acreditar que as empresas brasileiras têm um grande incentivo para dedicar tempo à redução ou diferimento dos tributos. Essa busca por redução de tributos é definida por Hanlon e Heitzman (2010), como planejamento tributário e agressividade fiscal.

A agressividade fiscal (ou tributária) pode ser definida como o ato de reduzir, de forma gerencial a base de cálculo tributável, por meio de estratégias que envolvam o planejamento fiscal, ou seja, deve ser caracterizada como aquela atividade que objetiva a diminuição do rendimento a ser tributado nas empresas. Conceitualmente, o termo agressividade fiscal engloba qualquer atividade com este fim sem julgamento a respeito da sua legalidade, ou seja, a agressividade tributária engloba tanto atividades que são consideradas legal de acordo com a legislação, como as atividades caracterizadas ilegais (Chen *et al.*, 2010), porém na prática para fins analíticos, qualquer atividade que infrinja a lei é considerada como evasão fiscal.

Em muitos casos, a falta de clareza na divulgação dessas estratégias utilizadas pelas empresas para diminuir a base de cálculo dos tributos gera um ambiente

informacional assimétrico, trazendo desconfiança ao investidor e acionista minoritários (Allen *et al.*, 2016).

O planejamento tributário exige que o planejador reconheça que os tributos efetivos representam apenas um entre os muitos custos do negócio e a tentativa de minimizá-los pode resultar na maximização do valor de mercado da empresa. No entanto, apesar de pagar menos impostos, este planejamento tributário agressivo pode conduzir à contratação de outros custos, tributários e não tributários, como os custos de implementação e transação, potenciais multas fiscais e sanções a serem impostas pela administração fiscal, além do custo de reputação (Calijuri, 2009).

Segundo Hanlon e Slemmon (2008) as empresas que têm práticas de agressividades fiscal em muitos casos tem dificuldade em divulgar as informações sobre as políticas adotadas na realização dessas práticas agressivas, gerando um ambiente de assimetria informacional.

A incerteza das estratégias de agressividade fiscal pode gerar um aumento da assimetria de informações entre os vários usuários da empresa, principalmente os acionistas minoritários sem direito a voto. Outro ponto, é que essas estratégias de agressividade tributária para obter ganhos financeiros, podem maquiar seus resultados com a finalidade específica de passar uma boa imagem para o mercado financeiro (Allen *et al.*, 2016).

2.3. RELAÇÃO ENTRE COBERTURA DE ANALISTAS FINANCEIROS E AGRESSIVIDADE FISCAL

O contexto norte-americano, que apresenta uma economia relativamente estável, foi analisado por Allen *et al.* (2016). O estudo apresentou três visões

concorrentes sobre o efeito da cobertura dos analistas na agressividade fiscal. A primeira visão, definida como reconhecimento do investidor, afirma que empresas com maior cobertura de analistas são mais propensas a limitar sua agressividade fiscal, pois estão mais expostas publicamente.

A empresa e os acionistas estão sujeitos a custos de implementação e transação, potenciais multas fiscais e sanções a serem impostas pela administração fiscal, custos de reputação e políticos, quando decidirem reduzir o pagamento de tributos (Calijuri, 2009; Desai; Dharmapala, 2006).

Quando as decisões sobre aspectos tributários de uma empresa são extremamente agressivas, ultrapassando os limites imposto pela legislação vigente, são denominadas de evasão fiscal, o que pode atrapalhar os investimentos, uma vez que os investidores tem consciência de que a agressividade fiscal, depois de certo ponto, apresenta um impacto negativo sobre o retorno dos investimentos (Lanis & Richardson, 2011). Uma das razões para as empresas se absterem do planejamento tributário agressivo é a preocupação de perda de reputação com os clientes (Austin & Wilson, 2015).

A segunda visão, definida como demanda por informações, demonstra que as atividades de agressividade fiscal geram riscos e incertezas, limitando a capacidade dos analistas em assimilar informações e fazer previsões acuradas (Allen *et al.*, 2016).

Muitas vezes, estratégias de agressividades fiscais são complexas e exigem do analista conhecimentos aprofundados em relação à atividade da empresa, o que, em muitos casos, gera irregularidade de informação entre a empresa e o analista, reduzindo as suas habilidades em assimilar informações (Gu & Wang, 2005). Estratégias fiscais agressivas podem prejudicar a compreensão dos analistas por

informações fiscais corporativas, aumentando a possibilidade de os analistas cobrarem dos gestores maiores esclarecimentos (Chen & Schoderbek, 2000).

Desta forma, as visões reconhecimento do investidor e demanda por informações preveem uma associação negativa entre a cobertura do analista e a agressividade tributária.

A terceira visão, definida como pressão do mercado, sugere que quanto maior a pressão do mercado por melhores resultados, mais agressiva tributariamente a empresa se torna (Allen *et al.*, 2016). Uma das finalidades do planejamento tributário é, por meio de formas jurídicas, reduzir a carga tributária das organizações com o objetivo de aumentar o seu valor de mercado, maximizando, por conseguinte, seu desempenho (Martinez, Ribeiro, Funchal, 2015).

Uma menor tributação confere maiores lucros para organização, beneficiando seus acionistas e elevando o valor de mercado de suas ações. (Hanlon & Slemrod, 2008). Os vários acionistas almejam que os gestores que os representam se concentrem na maximização dos lucros, ou seja, ir atrás das oportunidades para reduzir os tributos e conseqüentemente aumentar os fluxos de caixa. (Hanlon & Heitzman, 2010).

A terceira visão (pressão do mercado) prevê uma associação positiva, sugerindo que maior agressividade tributária praticada por uma empresa está associada à maior cobertura por parte dos analistas, representando uma visão que vai de encontro a diversos estudos realizados em outros países (Roulstone, 2003; Piotroski & Roulstone, 2004; Yu, 2008; Irani & Oesch, 2013; Kelly & Ljungqvist, 2012; Mola *et al.*, 2013), pois assume que os analistas financeiros podem exercer um eficiente papel no monitoramento da saúde financeira das empresas.

Os relatórios apresentados pelos analistas financeiros sobre as informações divulgadas pelas empresas ao mercado, influencia as decisões dos investidores. É possível perceber, que a presença dos analistas pode interferir também nas estratégias empresariais.

Os analistas acompanham periodicamente as informações publicadas pela empresa, participam da conferência das informações antes da divulgação dos relatórios nos ambientes oficiais, interagem com a administração, questionam as estratégias e números contábeis apresentados (Paulo, Lima, & Lima, 2014).

Esse comportamento induz a acreditar que no contexto brasileiro as empresas que apresentam maior cobertura de analistas financeiros tentem a inibir as estratégias de agressividade fiscal por inúmeros motivos, entre eles, evitar os vários questionamentos sobre as estratégias adotadas para reduzir a base de cálculo tributável, evitar possíveis sanções ou até mesmo os custos reputacionais. Sendo assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1. Empresas com maior cobertura de analista possuem menores níveis de agressividade tributária.

Por outro lado, o autor Martinez (2004), afirma que os analistas financeiros são vistos como profissionais que avaliam as informações publicadas pelas empresas, em alguns casos onde há falta de clareza nas informações, buscam esclarecimentos e com base nos dados apurados, fazem projeções dos resultados, atuando como canais de transferência de informações, repassando aos usuários do mercado financeiro suas análises. Com tal comportamento, os analistas financeiros exercem um excelente papel de gerador de informação.

As estratégias de agressividade fiscal muitas vezes ultrapassam o limite da legalidade, ou seja, são consideradas em alguns casos evasão fiscal, onde as empresas utilizam-se de paraísos fiscais para postergar o pagamento dos tributos (Lisowsky, Robinson, & Schmidt, 2010). Essas estratégias não são divulgadas de forma clara, dificultando a interpretação dos usuários desses dados, o que é possível perceber que as empresas que são mais agressivas tentem a chamar mais atenção dos analistas financeiros. Dessa forma, tem-se a segunda hipótese:

Hipótese 2. Empresas mais agressivas possuem maior cobertura de analistas financeiros.

Espera-se, que no contexto brasileiro os analistas exerçam o papel de gerador de informação, buscando acompanhar as empresas que tem maior agressividade fiscal, pois essas estratégias quando ultrapassam os limites da legalidade tende a tornar o mercado financeiro mais assimétrico.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Essa pesquisa consiste em uma análise descritiva, caracterizando-se como quantitativa, com a apreciação de dados realizada por meio de métodos estatísticos. A coleta e análise dos dados foi baseada em informações contábeis publicadas e disponibilizadas no banco de dados Economática®. Já para analisar a quantidade de analista financeiros que monitoram as empresas, os dados foram extraídos da base *Thomson Reuters*.

3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS

A população desta pesquisa é composta pelas companhias de capital aberto listadas na B3, excluindo-se as instituições financeiras, como bancos, fundos e seguros, pois elas apresentam um modelo contábil e tributário diferente dos demais setores analisados, além das companhias com ausência de dados. Foram excluídas também as empresas que apresentaram resultados negativos antes dos impostos e IRPJ/CSLL igual ou inferior a zero.

O período utilizado na análise corresponde ao intervalo de tempo de 2010 a 2018, sendo que este período foi escolhido por conta da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) pelas companhias brasileiras de capital aberto, que só foram completamente internalizadas no Brasil a partir do ano de 2010. De acordo com Silva (2018) após a adoção das IFRS no Brasil a qualidade da informação melhorou e conseqüentemente possibilitou uma melhor captura de práticas de agressividade fiscal após a concretização das mesmas.

Para tratar as variáveis que apresentaram *outliers*, aplicou-se a técnica de *winsorização* ao nível de 2% em cada cauda. A técnica consiste em aparar os valores extremos, substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição calculados pelos percentis selecionados.

TABELA 01 - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

DESCRIÇÃO	QUANTIDADE
Total de Empresas	539
(-) Exclusão de empresas do ramo financeiro	-123
(-) Exclusão de empresas com o IR/CSLL menor ou igual a zero	-336
(-) Exclusão de empresas com ETR negativo	-12
(+) Empresas sem cobertura de analistas	+4
(x) Quantidade de períodos (anos)	9
(X) Quantidade de Trimestres	36
(=) Quantidade de observações utilizadas	2.592

Fonte: Elaboração Própria (2020)

De acordo com a tabela 1, é possível observar que o total de observações após as exclusões foi de 2.592 observações.

3.2. MODELO ECONOMETRICO

Para verificar a relação dos analistas financeiros e as práticas de agressividade fiscal no Brasil, foi utilizado dos modelos econométricos.

3.2.1. MODELO ECONOMETRICO: ANALISTAS FINANCEIRO MONITORANDO AS AÇÕES DOS GESTORES

Para verificar se a cobertura dos analistas financeiros incentiva ou inibe as estratégias de agressividade fiscal, ou seja, se os analistas estão exercendo o papel

de monitoramento das ações dos gestores foi utilizada, conforme o modelo abaixo, uma regressão linear múltipla.

$$Agg_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Cob.Analista_{i,t} + \sum controles_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (01)$$

Em que: $Agg_{i,t}$ = É métrica de agressividade fiscal da empresa i , no tempo t ;
 $Cob.analista_{i,t}$ = corresponde a quantidade de analistas que monitoram a empresa i , no tempo t ; $controles_{i,t}$ = são variáveis de controles que influencia na agressividade fiscal e deve ser incluídas no modelo afim de preservar a integridade do teste.

3.2.1. MODELO ECONOMETRICO: ANALISTAS FINANCEIROS COMO GERADOR DE INFORMAÇÕES PARA O MERCADO

Para verificar se os analistas financeiros buscam cobrir as empresas que apresentam uma maior agressividade fiscal, foi utilizada, conforme o modelo abaixo, a seguinte regressão linear múltipla:

$$Cob.Analista_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Agg_{i,t} + \sum controles_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (02)$$

Em que: $Cob.analista_{i,t}$ = corresponde a quantidade de analistas que monitoram a empresa i , no tempo t ; $Agg_{i,t}$ = É métrica de agressividade fiscal da empresa i , no tempo t ; $controles_{i,t}$ = são variáveis de controles que influencia na agressividade fiscal e deve ser incluídas no modelo afim de preservar a integridade do teste.

3.3. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.3.1 Medida de Agressividade Fiscal

A agressividade fiscal foi medida através da *proxi Effective Tax Rate* (ETR). A premissa para identificação da agressividade fiscal é observada quanto a ETR apresenta resultado inferior a 34%, pois nesse caso, a empresa pagará menos tributos, demonstrando que está se utilizando de estratégias que vise a redução de tributos, ou seja, maior planejamento tributário agressivo

3.3.1.1. *Effective Tax Rate* (ETR)

A ETR representa o valor da alíquota efetiva de impostos e, conforme Silva (2016), é obtida através da equação 02:

$$ETR_{i,t} = \frac{\text{Despesas com IRPJ} + \text{CSLL}_{i,t}}{\text{LAIR}_{i,t}}$$

(03)

Em que:

ETR i,t = Taxa efetiva total da companhia i , no ano t ;

Despesas com IRPJ + CSLL i,t

LAIR i,t = Lucro antes do imposto de renda da companhia i , no ano t .

Os dados utilizados para calcular as informações nesta métrica foram extraídos das demonstrações contábeis. A ETR é uma medida que apresenta o percentual de impostos incidentes sobre o resultado das empresas, assim empresas mais agressivas tendem a apresentar baixos percentuais de ETR (Martinez & Motta, 2015).

A utilização dessa métrica se justifica porque ela é a mais indicada para medir o planejamento tributário agressivo, visto que captura as práticas tributárias utilizadas

pelas empresas, como depreciação acelerada, juros sobre capital próprio, incentivos fiscais, entre outras estratégias (Cabello, 2012).

3.3.2. Cobertura de Analistas Financeiros

Para testar a cobertura de analista (cob. analistas) levou-se em consideração a quantidade dos analistas monitorando cada empresa por trimestre. Espera-se que, o coeficiente dessa variável seja estatisticamente significativa, demonstrando assim, que o nível de cobertura dos analistas financeiros está associado ao nível de agressividade fiscal das empresas.

3.5. VARIÁVEIS DE CONTROLE

ROA (Returnonassets) – Para verificar o retorno do Ativo, adotou-se a *Proxy* ROA, que é caracterizada pelo Lucro operacional dividido pelo Ativo Total do ano anterior. Conforme evidenciado abaixo.

$$ROA_{i,t} = \frac{LO_{i,t}}{AT_{t-1}} \quad (04)$$

Em que:

ROA = Retorno sobre Ativo da companhia i, no tempo t;

LO = Lucro Operacional da companhia i, no tempo t;

AT = Ativo total do ano anterior.

Para medir a agressividade fiscal das empresas, Armstrong, Blouin e Larcker, (2012) sugere para controle econômico incluir o Retorno sobre os Ativos (ROA), pois empresas mais lucrativas tem a tendência de ter maior ETR, o que sustenta a inclusão da variável ROA no modelo.

LEV (Leverage) – A alavancagem, definido como a relação entre a dívida de longo prazo da empresa com ativos totais (DIVLP / AT), é incluída para capturar a extensão do débito de imposto (Armstrong *et.al*, 2012).

$$LEV_{i,t} = \frac{DIVLP_{i,t}}{AT_{i,t}}$$

(05)

Em que:

LEV i,t = Grau de Alavancagem financeira da companhia i , no tempo t ;

DIVLP i,t = Dívidas de Longo Prazo da companhia i , no tempo t ;

AT i,t = Ativo Total da companhia i , no tempo t .

PPE (Plant, Property and Equipment) - Empresas maiores possuem maior capacidade de investir em ativos com depreciação fiscal acelerada, justificando as variáveis de ativos, que é resultado da divisão do ativo imobilizado pelo ativo total (Martinez & Motta,2015).

$$PPE_{i,t} = \frac{Aimob_{i,t}}{AT_{i-t}}$$

(06)

Em que:

PPE = Ativo Imobilizado dividido pelo Ativo total da companhia i , no tempo t ;

Aimob = Ativo imobilizado da companhia i , no tempo t ;

AT = Ativo Total da companhia i , no tempo t .

SIZE - Para verificar o tamanho da empresa, adotou-se o logaritmo natural do ativo total da companhia, conforme é demonstrado abaixo:

$$SIZE_{i,t} = \ln(AT_{i,t}) \quad (07)$$

MB (MARKET TO BOOK) – Para controlar a influência do valor de mercado na agressividade fiscal, utilizou-se o valor de mercado da empresa divulgada no final do exercício, conforme Chen *et al.* (2010).

$$MB_{i,t} = MV/AT \quad (08)$$

Em que:

MB = Ativo Imobilizado dividido pelo Ativo total da companhia i, no tempo t;

Aimob = Ativo imobilizado da companhia i, no tempo t;

AT = Ativo Total da companhia i, no tempo t.

A Tabela 2 apresenta um resumo das variáveis utilizadas no trabalho, bem como informações sobre os diversos estudos que serviram com referência para inclusão das variáveis de controle no modelo.

TABELA 02 - DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

VARIÁVEL	TIPO	DESCRIÇÃO	CÁLCULO	LITERATURA
		Medidas de Agressividade fiscal		
AGG	Dependente/ Independente	ETR - Taxa Efetiva de Tributação	Despesa Total com Impostos / LAIR	Silva (2016)
Cob. Analistas	Dependente/ Independente	Cobertura de Analistas	Quantidade de Analista cobrindo as empresas	Allen (2016)
ROA	Controle	Retorno sobre Ativos	Lucro operacional dividido pelo ativo do ano anterior	Armstrong et. al (2012)
LEV	Controle	Alavancagem	Dívida de longo prazo dividida pelo ativo do ano anterior	Armstrong et. al (2012)
PPE	Controle	Investimento em Ativos Imobilizados	Logaritmo natural do ativo imobilizado da empresa dividido pelos ativos do ano anterior	Martinez & Motta (2015)

SIZE	Controle	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do valor de mercado da empresa no início do ano	Martinez & Motta (2015)
MB	Controle	<i>Market to book</i>	Valor de mercado da empresa dividido pelo patrimônio líquido	Chen et al. (2010)

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Capítulo 4

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O presente capítulo apresenta os resultados da análise dos dados tratados através de ferramentas estatísticas, onde são apresentados através da estatística descritiva, matriz de correlação e estimadores dos modelos de regressão indicados para testar a associação entre a cobertura dos analistas e agressividade fiscal das empresas brasileiras.

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

As informações extraídas das demonstrações contábeis trimestrais das empresas listadas na B3, nos períodos de 2010 a 2018, são apresentadas na Tabela 3.

TABELA 3 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA AMOSTRA

VARIÁVEIS	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
Cob. Analistas	2.592	3,576813	6.1223	0	21
ETR	2.592	0,2709537	0,0955711	0,0511247	0,4552162
ROA	2.592	7,818665	4,52971	1,451164	20,77661
LEV	2.592	2,011728	0,7792891	0,8820627	4,950267
PPE	2.592	1,92e+07	2,64e+07	0,0000115	9,18e+07
SIZE	2.592	6,471508	0,6123351	5,134494	7,467857
MB	2.592	2,267568	1,635309	0,4085065	7,246168

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Nota: Esta tabela apresenta a estatística descritiva da amostra em que cob. Analista representa quantidade de analista financeiro por trimestre monitorando as empresas listadas na B3 nos períodos de 2010 a 2018. A *proxi* ETR representa a métrica utilizada para medir a agressividade fiscal das empresas i no tempo t . As variáveis: ROA, ALAV, PPE, SIZE E MB, foram utilizadas como variáveis de controle neste estudo.

A análise da Tabela 3 revela a existência média de apenas $3,5 \pm 6,1$ analistas monitorando as ações das empresas no trimestre. Embora a literatura não seja clara quanto ao número mínimo necessário de analistas cobrindo as ações de uma empresa, é consenso que quanto maior o número de observadores, maior a confiabilidade das informações fornecidas. Adicionalmente, algumas empresas da amostra não apresentaram cobertura de análises no trimestre, em contra partida outras tiveram até 21 analistas acompanhando suas ações no mesmo período.

Ao verificar a medida de agressividade fiscal, foi possível perceber que a porcentagem média da variável ETR foi de $27,09 \pm 9,55$. O valor apresentado é inferior a 34%, valor indicado pela legislação fiscal brasileira, sendo utilizado pela literatura para diferenciar as empresas menos agressivas das mais agressivas.

A variável de controle ROA, que mede o retorno sobre os ativos apresentou porcentagem de $7,93 \pm 4,46$ ao trimestre. A média de alavancagem (LEV) trimestral das empresas foi de $2,01 \pm 0,78$. Já os investimentos em ativos imobilizado (PPE) tiveram uma média percentual de $1,92 \pm 2,64$. Enquanto, a média do Tamanho da empresa (SIZE) foi de $6,47 \pm 0,61$ e a média do *Market to Book* (MB) de $2,26 \pm 1,63$ por trimestre.

Esses dados sugerem que este conjunto de empresas apresentam estratégias de agressividade fiscal, investindo em ações que diminuem a base de cálculo dos tributos (IRPJ e CSLL) e conseqüentemente aumentam o fluxo de caixa, gerando crescimento sustentável e lucratividade aos seus acionistas.

4.2. ANÁLISE DA CORRELAÇÃO

Coeficiente de correlação de *Person* informa o grau de relação entre duas variáveis quantitativas. Este coeficiente assume valores entre -1 e 1, onde valores inferiores a zero indicam correlação negativa, enquanto acima de zero, correlação positiva (Levine, Stephan, & Szabat, 2014).

TABELA 4 - CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	AC	ETR	ROA	ALAV	PPE	SIZE	MB
Cob. Analistas	1.0000						
ETR	-0,0169*	1.0000					
ROA	-0,0620***	-0,2795***	1.000				
LEV	0,0212	0,0426***	-0,0248	1.000			
PPE	0,1589***	-0,0525***	-0,2043***	-0,0809***	1.000		
SIZE	0,3592***	-0,1972***	-0,1051***	0,0071	0,0404**	1.000	
MB	0,4225***	-0,0974***	0,2116***	0,0120	-0,0576***	0,5714***	1.000

Nota: Significância: ***1%, **5%, *10%.

Fonte: Elaboração Própria (2020)

A variável cobertura de analista (cob. analistas) tem correlação positiva com as variáveis LEV, PPE SIZE, MB, ou seja, quanto cobertura de analistas aumentam essas variáveis tendem a aumentar. A variável ETR é inversamente proporcional a agressividade fiscal, dessa forma, quanto menor ETR mais agressiva tributariamente é a empresa, sendo assim, é possível observar que à medida que cobertura de analista aumenta, a ETR diminui, podendo inferir que maior cobertura, maior agressividade fiscal. Já a variável ROA tem correlação negativa com a variável cobertura de analista.

4.3. ANÁLISE DA REGRESSÃO: ANALISTAS FINANCEIROS MONITORANDO AS AÇÕES DOS GESTORES

A Tabela 5, apresenta os resultados da regressão linear múltipla, que investiga a relação entre a Cobertura de Analista (cob. analistas) e a Agressividade Fiscal (ETR), controladas pelas demais variáveis discutidas na seção 3 deste trabalho.

TABELA 5 – REGRESSÃO LINEAR: ANALISTAS FINANCEIROS MONITORANDO AS AÇÕES DOS GESTORES

ETR	Efeitos Fixos		
	Coeficiente	t	P> t
Cob. Analistas	-0,006682*	-1,91	0,056
ROA	-0,0023846***	-6,34	0,000
LEV	0,0033549**	1,98	0,048
PPE	3,59e-11	0,60	0,546
SIZE	-0,0018533*	-1,75	0,080
MB	-0,0000535	-0,04	0,972
_cons.	0,2947554	46,89	0,000

Nota: Significância: ***1%, **5%, *10%.

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Nota: Esta tabela apresenta o resultado da regressão linear em efeito fixo da amostra em que cob. analista representa a quantidade por trimestre de analista monitorando as empresas listadas na B3 nos períodos de 2010 a 2018. A proxy ETR representa as métricas utilizadas para medir a agressividade fiscal das empresas i no tempo t . As variáveis: ROA, ALAV, PPE, SIZE E MB, foram utilizadas como variáveis de controle neste estudo, onde apresentam significância em ***1%, **5%, *10%.

O modelo econométrico de regressão foi estimado com base nos efeitos fixos e aleatórios e, após o teste de *Hausman* ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$), o modelo estimado em efeito fixo apresentou maior adequação em relação a análise. Foi utilizado como métrica para medir a Agressividade Fiscal das empresas a *proxy* de ETR.

Dessa forma, é possível verificar que os resultados da regressão demonstram com 90% de confiança que a Cobertura dos Analista (cob. Analista) está associada

com a Agressividade Fiscal (AG), visto que seu *p_value* é de 0,056, ou seja, quanto maior Cobertura de Analista Financeiros maior Agressividade Fiscal.

A variável ROA *p_value* 0,000, foi significativa ao nível de confiança de 99%, LEV *p_value* 0,048 apresentou significância ao nível de confiança de 95% e SIZE *p_value* 0,080 apresentou significância ao nível de confiança de 90%. Esse resultado aponta que a relação explicitada por Allen et al. (2016), associada à pressão do mercado, também se faz presente no cenário assimétrico brasileiro, já que o coeficiente do resultado da regressão implica que a presença da cobertura de analistas está diretamente ligada ao nível de agressividade fiscal, e nesse cenário, quando a agressividade fiscal diminui, a cobertura de analistas também tende a diminuir, com isso o analista teria papel de monitoramento nesse cenário. Considerando esse papel, estudos futuros podem investigar quais características informacionais podem ter influencia a ponto de tornar-se uma companhia monitorável do ponto de vista de analistas financeiros.

4.4. ANÁLISE DA REGRESSÃO: ANALISTAS FINANCEIROS COMO GERADOR DE INFORMAÇÕES PARA O MERCADO

A Tabela 6, apresenta os resultados da regressão linear múltipla, que investiga se os analistas financeiros exercem papel de geradores de informações para mercado, ou seja, se acompanham as empresas que apresentam um maior índice de agressividade fiscal. As empresas que usam estratégias de agressividade fiscal, muitas vezes não deixam claro as estratégias que foram utilizadas para reduzir a base de cálculo e podem passar a impressão de apresentarem informações assimétricas.

TABELA 6 – REGRESSÃO LINEAR: ANALISTAS FINANCEIROS COMO GERADOR DE INFORMAÇÕES PARA O MERCADO

Cob. Analistas	Efeitos Fixos		
	Coeficiente	t	P> t
ETR	-2,171576*	-1,91	0,061
ROA	-0,0484822**	-2,25	0,025
LEV	0,0553524**	0,57	0,567
PPE	5,70e-09*	1,68	0,093
SIZE	-0,1149097*	-1,90	0,057
MB	0,3898346***	4,52	0,000
_cons.	4,224266	8,74	0,000

Nota: Significância: ***1%, **5%, *10%.

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Nota: Esta tabela apresenta o resultado da regressão linear em efeito fixo da amostra em que cob. de analista representa a quantidade por trimestre de analista monitorando as empresas listadas na B3 nos períodos de 2010 a 2018. A *proxi* ETR representa a métrica utilizada para medir a agressividade fiscal das empresas *i* no tempo *t*. As variáveis: ROA, ALAV, PPE, SIZE E MB, foram utilizadas como variáveis de controle neste estudo, onde apresentam significância em ***1%, **5%, *10%.

É possível verificar que os resultados da regressão demonstram com 90% de confiança que a Agressividade Fiscal (AG) apresenta uma relação significativa com a cobertura de Analistas Financeiros (cob. Analistas), visto que seu *p_value* é de 0,061, ou seja, demonstra que as empresas que tem maior agressividade fiscal apresentam uma maior cobertura de analistas financeiros.

A variável MB apresentou *p_value* 0,000, foi significativa ao nível de confiança de 99% e variável ROA (*p_value* 0,025) apresentou significância ao nível de confiança de 95% e as variáveis LEV (*p_value* 0,025), SIZE (*p_value* 0,057) e PPE (*p_value* 0,093) apresentaram significância ao nível de confiança de 90%.

Esse resultado também aponta para uma semelhança as conclusões do estudo de Allen *et al.* (2016) aplicado no cenário norte-americano. Essa relação implica que a agressividade fiscal pode ser um fator relevante para os analistas no momento de decidir cobrir ou não certa empresa. Com isso, essas conclusões podem significar que algumas características informacionais podem ter mais influencia no nível de cobertura de analistas no cenário brasileiro e isso pode ser explorado por estudos futuros.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No cenário brasileiro e seu cenário tributário complexo, as empresas buscam melhores resultados financeiros, na tentativa de apresentar estes resultados e se tornarem competitivas, entre outras ações, investem também em atividades de Agressividade Fiscal. Estas mesmas empresas à medida que ganham destaque no mercado, passam a ser monitoradas por especialistas financeiros que acompanham e analisa todas as atividades desenvolvidas por elas. Nesta relação entre Analistas Financeiros e as Empresas existe a possibilidade de os analistas exercerem influência nas decisões corporativas.

Por outro lado, os Analistas Financeiros também buscam acompanhar empresas que utilizam estratégias para diminuir a base de cálculo tributária pois esse contexto pode gerar um cenário de informações assimétricas.

Dessa forma, este trabalho apresentou o objetivo de verificar se a cobertura dos analistas está relacionada com agressividade fiscal das companhias de capital aberto listadas na B3. Os resultados dos testes estatísticos apontaram que a relação entre a Cobertura de Analista e a Agressividade Fiscal (medida através da proxy ETR), com 90% de confiança, é significativamente positiva, ou seja, quanto maior a Cobertura de Analistas Financeiros maior a agressividade fiscal no cenário brasileiro no período analisado.

A primeira hipótese do trabalho, buscou entender se a cobertura de analistas é negativamente associada à agressividade fiscal no Brasil. Esta hipótese está ligada a primeira e segunda visão de Allen *et al.* (2016), definidas como, “reconhecimento do

investidor” e “demanda por informações” onde sugerem que a maior cobertura de analista inibe a agressividade fiscal. Os resultados da pesquisa não confirmam a primeira hipótese levantada neste exame, no entanto, os resultados demonstram que a relação entre a cobertura dos analistas financeiros e agressividade fiscal na amostra estudada apresentam uma associação significativamente positiva, ou seja, quanto maior a cobertura de analista maiores os níveis de agressividade fiscal nas empresas brasileiras.

Observou-se também, que os Analistas financeiros exercem papel de gerador de informações para o mercado financeiro, pois foi possível verificar com 90% de confiança que os analistas financeiros buscam acompanhar as empresas que apresentam maiores índices de agressividade fiscal. Dessa forma, a segunda hipótese que buscava saber se os analistas financeiros exerciam papel de gerador de informação, passando a acompanhar as empresas que apresentam maiores índices de agressividade fiscal, não pode ser rejeitada.

Conclui-se, que os analistas financeiros no mercado brasileiro exercem o papel de gerador de informação para o mercado financeiro. Sendo possível observar, conforme amostra estuda que a média dos analistas acompanhando uma empresa no cenário brasileiro é muito pequena, sendo que existe empresas que não tiveram cobertura de analista.

Adicionalmente, verifica-se no contexto brasileiro existem poucas empresas que comercializam suas ações na bolsa de valores (B3), assim como também um número reduzido de analistas, ou seja, a cobertura não é tão grande e eficiente como é feita em mercados Americanos. Dessa forma, apesar dos resultados demonstrarem uma relação positiva entre a cobertura de analistas e agressividade fiscal, os dados induzem a acreditar que os analistas financeiros exercem o papel de geradores de

informações para mercado financeiro, buscando acompanhar as empresas que apresentam estratégias de agressividade fiscal, contribuindo para tornar o mercado financeiro mais simétrico.

REFERÊNCIAS

- Allen, A., Francis, B. B., Wu, Q., & Zhao, Y. (2016). Analyst coverage and corporate tax aggressiveness. *Journal of Banking & Finance*, 73, 84-98. doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.09.004.
- Armstrong, C. S., Blouin, J. L., & Larcker, D. F. (2012). The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 391-411. doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.04.001.
- Austin, C. R., & Wilson, R. J. (2015). Are Reputational Costs a Determinant of Tax Avoidance?. In *2013 American Taxation Association Midyear Meeting: Tax Avoidance in an International Setting*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2216879.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of financial economics*, 38(3), 361-381.
- Cabello, O. G. (2012). Análise dos efeitos das práticas de tributação do lucro na Effective Tax Rate (ETR) das companhias abertas brasileiras: uma abordagem da Teoria das escolhas Contábeis (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo). doi. 10.11606/T.12.2012.tde-14022013-161843.
- Calijuri, M. S. S. (2009). *Avaliação da gestão tributária a partir de uma perspectiva multidisciplinar* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo). doi. 10.11606/T.12.2009.tde-18022010-155046.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61. doi. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>.
- Chen, K. C., & Schoderbek, M. P. (2000). The 1993 tax rate increase and deferred tax adjustments: A test of functional fixation. *Journal of Accounting Research*, 23-44. doi: 10.2307/2672921.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179. doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.02.002.
- Elgers, P. T., Lo, M. H., & Pfeiffer Jr, R. J. (2001). Delayed security price adjustments to financial analysts' forecasts of annual earnings. *The Accounting Review*, 76(4), 613-632. doi.org/10.2308/accr.2001.76.4.613.
- Gu, F., & Wang, W. (2005). Intangible assets, information complexity, and analysts' earnings forecasts. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9-10), 1673-1702. doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00644.x

- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178. doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002.
- Hanlon, M., & Slemrod, J. (2008). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93(1-2), 126-141.
- 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. doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- Hoji, M. (2014). *Administração Financeira e Orçamentária*. São Paulo: Editora Atlas.
- Houston, J. F., Lev, B., & Tucker, J. W. (2010). To guide or not to guide? Causes and consequences of stopping quarterly earnings guidance. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 143-185. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01005.x
- Irani, R.M., & Oesch, D. (2013). Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experimente. *Journal of Financial Economics*, 109 (2), 398-418. doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.021.
- Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2012). Testing asymmetric-information asset pricing models. *The Review of Financial Studies*, 25(5), 1366-1413. doi.org/10.1093/rfs/hhr134
- Lanis, R., & Richardson, G. (2011). The effect of board of director composition on corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(1), 50-70. doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.09.003
- Levine, D. M, Stephan, D. F. & Szabat, K. A. (2014) *Estatística: Teoria e prática*. 7 ed. Rio de Janeiro: LTC.
- Lima, Emanuel Marcos, & Rezende, Amaury Jose. (2019). Study on the evolution of tax burden in Brazil: an analysis from the Laffer Curve. *Interações (Campo Grande)*, 20(1), 239-255. Epub April 08, 2019.https://doi.org/10.20435/inter.v0i0.1609
- Lisowsky, P., Robinson, L., & Schmidt, A. (2010). An Examination of FIN 48: Tax Shelters, Auditor Independence, and Corporate governance. Working paper, University of Illinois at Urbana—Champaign, Tuck School of Business at Dartmouth, and Columbia University.
- Martinez, A. L. (2004). Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas do mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto (Doctoral dissertation).
- Martinez, A. L. (2009). Cobertura de Analistas, Erros de Previsão e Earnings Management no Brasil. XXXIII Encontro da ANPAD. Recuperado de

<https://docplayer.com.br/22824236-Cobertura-de-analistas-erros-de-previsao-e-earnings-management-no-brasil.html>.

- Martinez, A. L., Ribeiro, A. C., & Funchal, B. R. U. N. O. (2015). The Sarbanes Oxley Act and taxation: a study of the effects on the tax aggressiveness of Brazilian firms. In *Anais do Congresso da USP Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil* (Vol. 15). Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/Antonio_Martinez14/publication/280610201_The_Sarbanes_Oxley_Act_and_Taxation_A_Study_of_the_Effects_on_the_Tax_Aggressiveness_of_Brazilian_Firms/links/55be24b708aec0e5f445d42e.pdf
- Martinez, A. L., & Motta, F. P. (2015). Agressividade fiscal em sociedades de economia mista. *Anais do Encontro da ANPAD, Belo Horizonte, MG, Brasil*, 39. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/281823579_Agressividade_Fiscal_em_Sociedades_de_Economia_Mista
- Mola, S., Rau, P. R., & Khorana, A. (2012). Is there life after the complete loss of analyst coverage?. *The Accounting Review*, 88(2), 667-705. <https://doi.org/10.2308/accr-50330>
- Paulo, E., Lima, G. A. S. F. D., & Lima, I. S. (2014). A influência da cobertura dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Anais*. Recuperado de https://www.academia.edu/3887661/A_influ%C3%Aancia_da_cobertura_dos_analistas_financeiros_sobre_o_gerenciamento_de_resultados_das_companhias_abertas_brasileiras_Autores
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The accounting review*, 79(4), 1119-1151. doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1119
- Ribeiro, M. A., Junior, C. V. D. O. C., & Rocha, J. S. (2015). A Influência do Efeito Disposição nas Decisões Individuais de Investimento. *Revista Universo Contábil*, 11(3), 63-84.
- Roulstone, D. T. (2003). Analyst following and market liquidity. *Contemporary accounting research*, 20(3), 552-578. doi.org/10.1506/X45Y-PMH7-PNYK-4ET1.
- Santos, N. L.; Martins, C. M. F.; Martins, P. L.; Santos, M.C; Chain, C. P. (2013). Avaliação dos analistas de mercado sobre a relevância dos trabalhos dos auditores independentes na análise financeira das sociedades anônimas (SA) de capital aberto. *REA-Revista Eletrônica de Administração*, 12(1), 31-47.
- Silva, J. M. D. (2016). *A influência do ciclo de vida organizacional sobre o nível de planejamento tributário* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo). [doi.10.11606/T.96.2017.tde-06012017-151945](https://doi.org/10.11606/T.96.2017.tde-06012017-151945).

- Silva, E. D. (2018). A adoção das Normas Internacionais de Contabilidade e os investimentos estrangeiros no mercado Brasileiro (Dissertação de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças).
- Vasconcelos, C., Reis, D., Miyashiro, I., & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 37-52. Recuperado de <https://www.revistas.usp.br/rco/article/download/34712/37450/0>.
- Yu, F. F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of financial economics*, 88(2), 245-271. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=828484.