

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ANTONIO VITOR RIBEIRO DOS SANTOS

**O IMPACTO DO IMPOSTO DE RENDA DIFERIDO NA AVALIAÇÃO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**VITÓRIA
2016**

ANTONIO VITOR RIBEIRO DOS SANTOS

**O IMPACTO DO IMPOSTO DE RENDA DIFERIDO NA AVALIAÇÃO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para aprovação no curso de Mestrado em Administração de Empresas, linha de pesquisa Estratégia e Governança Público-privada

Orientador: Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

**VITÓRIA
2016**

ANTONIO VITOR RIBEIRO DOS SANTOS

**O IMPACTO DO IMPOSTO DE RENDA DIFERIDO NA AVALIAÇÃO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Turma 2014/1, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre Administração de Empresas.

Aprovada em 4 de outubro de 2016

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em
Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE)
Orientador

Prof. Dr. Fábio Yoshio Suguri Motoki

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em
Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE)
Membro da banca

Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em
Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE)
Membro da banca

*Aos meus avós Antônio
Lourenço e Francisca Hildenê
(In Memoriam).*

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente a Deus por ter me proporcionado a honra de realizar este belíssimo Mestrado em Administração que me proporcionou grande perspectiva de carreira.

Aos meus pais por terem me dado oportunidade de estudo e por acreditarem sempre em minha capacidade.

Agradeço também aos meus colegas de turma por compartilharem momentos de alegria e preocupações durante as atividades do mestrado.

As contribuições dos professores da Fucape, em especial aos Doutores Danilo Monte-Mor, Felipe Ramos e Fernando Caio que foram de grande contribuição para este trabalho.

E por fim, agradeço a minha querida esposa Mayana Diniz que foi a principal incentivadora de minha participação neste programa de mestrado.

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo investigar se o imposto de renda diferido tem associação com o valor das empresas brasileiras. Para isso, foram utilizados dados coletados de empresas com ações listadas na BM&F Bovespa entre 2000 e 2015. Considerando-se a literatura de *value relevance* e impostos, avaliou-se a relação entre o imposto de renda diferido do período e preços e retornos de ações. Os resultados mostraram associação positiva do imposto de renda e contribuição social diferidos com o valor para as empresas lucrativas. E quando as empresas apresentam prejuízo houve associação significativa tanto do ativo fiscal quanto passivo fiscal diferido com o valor e retorno. O mercado parece estar atento ao comportamento das firmas lucrativas e não lucrativas na relação com os impostos diferidos tendo em vista a postergação ou não destes impostos bem como pela efetivação da compensação ou não dos prejuízos ou créditos fiscais.

Palavras chaves: Imposto de renda corrente. Imposto de renda diferido. *Value Relevance*.

ABSTRACT

This study aimed to investigate whether the deferred income tax is associated with the value of Brazilian companies. For this, we used data collected from companies with shares listed on the BM & F Bovespa between 2000 and 2015. Considering the literature value relevance and taxes, we evaluated the relationship between the deferred income tax for the period and prices and stock returns. The results showed a positive association between income tax and social contribution tax with value for profitable companies. When companies present loss was no significant association both tax asset and deferred tax liability to the value and return. The market seems to be aware of the behavior of profitable firms and non-profit in relation to deferred taxes with a view to delaying or not these taxes and for making the compensation or not of losses or tax credits.

Keywords: Current income tax. Deferred income tax. Value Relevance.

SUMÁRIO

Capítulo 1	08
1 INTRODUÇÃO	08
Capítulo 2	12
2 REVISÃO DA LITERATURA	12
2.1 BOOK TAX DIFFERENCE	12
2.2 DESPESAS COM IMPOSTOS CORRENTES E DIFERIDOS	14
Capítulo 3	20
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	20
Capítulo 4	20
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	26
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	26
4.2 ANÁLISE DAS REGESSÕES DE PREÇO E RETORNO	29
4.3 ANÁLISE DE FIRMAS LUCRATIVAS E NÃO LUCRATIVAS	33
Capítulo 5	38
5 CONCLUSÃO	38
REFERÊNCIAS	40

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A relação entre informações contábeis e tributação é retratada amplamente na literatura contábil internacional quando são discutidos os efeitos da legislação tributária na contabilidade societária, principalmente em razão das divergências entre o padrão contábil e o fiscal (*Book-Tax Difference*), e de como as escolhas contábeis influenciam no resultado tributário das empresas, e portanto, no valor de mercado das mesmas (FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009; HANLON; HEITZMAN, 2010).

Destes trabalhos internacionais, destacam-se alguns que aprimoraram o entendimento da associação entre retorno e variação na despesa com imposto de renda: Hanlon et al. (2005) e Ayers et al. (2009), relacionaram retorno com despesa com impostos correntes, Thomas e Zhang (2014) e Henry (2014), relacionaram retorno com despesas com impostos totais (imposto de renda corrente mais diferido), e Guenther et al. (2012) e Henry (2014) que analisaram retorno sob a ótica tanto do imposto de renda corrente quanto diferido separadamente.

Henry (2014) contribui com a literatura afirmando que o aumento da despesa de imposto de renda pode transmitir notícias favoráveis sobre o fluxo de caixa futuro da empresa, apesar do fato de o pagamento de impostos diminuir o fluxo de caixa disponível para distribuição.

Esta visão de Henry está inserida em um histórico de duas correntes já exploradas na literatura. Uma relaciona positivamente despesa com imposto de renda e valor, como por exemplo Ohlson e Penman (1992). Os autores mostraram

uma relação positiva entre retorno e nível de despesas com impostos para dados anuais. Já Hanlon, Laplante, e Shevlin (2005) mostraram uma relação positiva entre retorno e a mudança no rendimento tributável. A outra corrente relaciona negativamente despesa com imposto de renda e valor, como por exemplo, Lipe (1986) que considera que despesa com imposto de renda corresponde ao custo do imposto pago após o reconhecimento do lucro antes dos impostos e, portanto, espera-se uma relação negativa entre ambos.

Adicionalmente pode-se argumentar que o imposto de renda diferido tem uma relação esperada com o fluxo de caixa futuro da empresa e, portanto, pode representar um sinal sobre seu desempenho. Aprofundando esta relação tributária, Thomaz e Zhang (2014), sugeriram que menores despesas com impostos correntes e diferidos podem representar más notícias uma vez que sinalizam um declínio na qualidade do ganho reportado, pois quanto menor a qualidade do lucro subentende-se que maior será o nível de gerenciamento de resultados (SUNDER, 1997).

Por outro lado, Laux (2013) analisou se diferimento tributário fornece informação incremental sobre futuros pagamentos tributários e constatou que há uma associação assimétrica entre diferimento tributário do ativo e do passivo e futuros pagamentos tributários, ou seja, o diferimento tributário do ativo e do passivo, associados a receitas ou despesas, fornece, para os investidores, perspectiva de informações sobre futuros pagamentos tributários quando receitas e despesas são incluídas nos rendimentos contábeis antes de serem nos rendimentos tributáveis.

Acredita-se, assim como Carvalho, Paulo e Tavares (2014), que o Brasil apresenta um campo fértil para pesquisas sobre mercado de capitais, por se tratar de um país emergente e em razão das peculiaridades da tributação brasileira que possui características diferentes dos demais mercados como a tributação sobre a

receita, a quantidade excessiva de tributos com alíquotas diferentes e uma carga tributária bastante elevada. Além disso, pretende-se incrementar a literatura nacional sobre imposto de renda e contribuição social diferidos uma vez que o Brasil apresenta poucos estudos nessa área, diferentemente da literatura internacional que contém consideráveis trabalhos que analisam o diferimento tributário dentro da ótica do *Book-Tax Difference* e do retorno.

Assim, espera-se, no Brasil, uma sinalização positiva do valor de mercado das ações frente aos impostos diferidos quando ocorrer lucratividade nas empresas seguida de registros no ativo fiscal diferido (possibilidade de compensação de impostos já pagos pelo critério fiscal). Aguarda-se também uma relação negativa com valor caso haja empresas com prejuízo seguidas de passivo fiscal diferido, pois as empresas além da necessidade de suportarem prejuízo terão que pagar estes impostos postergados.

Dadas estas expectativas, a questão a ser investigada nesta pesquisa é: **a despesa (receita) com imposto diferido tem influência negativa (positiva) no valor ou no retorno corrente das empresas brasileiras?**

Uma trilha para esta questão seria investigar, dentro do cenário das empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, como os impostos diferidos (imposto de renda e contribuição social sobre o lucro) afetam o valor.

A presente pesquisa utiliza como amostra as empresas listadas na BM&F Bovespa entre 2000 até 2015 com o intuito de investigar a existência de associação entre o imposto de renda diferido e o valor e retorno das ações das empresas brasileiras. Para atingir tal objetivo foi utilizada a equação de preço e retorno propostas por Thomas e Zhang (2014), porém com a abertura dos total dos

Impostos em Correntes e Diferidos e outras variações levando em consideração firmas com lucros e prejuízos.

Os resultados indicaram que para as firmas em geral os impostos diferidos (imposto de renda e contribuição social) não foram significantes em relação ao preço e ao retorno. Porém, quando os impostos diferidos foram relacionados a empresas lucrativas e não lucrativas, estes, em relação ao preço, se mostraram significante quando as firmas apresentaram prejuízo e quando houve empresas com lucros seguida de valores no passivo diferido. Em relação ao retorno houve significância apenas nos casos em que as firmas apresentaram prejuízos.

Acredita-se que as informações resultantes deste trabalho serão importantes para pesquisadores do setor tributário, auditores, acionistas, investidores e demais usuários das informações contábeis, principalmente pela possibilidade de valoração das empresas brasileiras sob a expectativa do imposto de renda e da contribuição social.

As outras partes da presente dissertação encontram-se distribuídas da seguinte forma: no capítulo dois efetuaremos a revisão da literatura e será apresentada a hipótese da pesquisa. No capítulo três será a vez da metodologia que abordará também os dados e a seleção da amostra. No capítulo quatro serão apresentados as estatísticas preço e retorno bem como os resultados dos testes empíricos. Por fim, no capítulo cinco será abordado as principais conclusões, as limitações e sugestões para futuras pesquisas.

Capítulo 2

2 REVISÃO DA LITERATURA

Um dos principais assuntos pesquisados em contabilidade relaciona informações contábeis e tributação (PORCANO, 1997; MILLER; SKINNER, 1998; SHEVLIN, 1999; SHACKELFORD; SHEVLIN, 2001; TANG, 2005; ZIMMERMANN; GONCHAROV, 2006; FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009). Dentro desta relação, a literatura vem evoluindo no estreitamento da associação entre o *Book-Tax Difference*, impostos (correntes e diferidos) e retorno, e conseqüentemente valor. Assim, verificou-se a importância de investigar como algumas destas variáveis, notadamente o imposto de renda e a contribuição social diferidos, influenciam no valor das empresas.

2.1 BOOK-TAX DIFFERENCE

Segundo Ferreira et al. (2012), o *Book-Tax Difference* basicamente está associado com as diferenças existentes entre a norma contábil e a norma tributária. Essas diferenças são explicadas como diferenças permanentes ou temporárias. Para Formigoni, Antunes e Paulo (2009) as diferenças permanentes se originam das transações com receitas e despesas que possuem efeitos contábeis num determinado período, mas em nenhum momento apresentaram efeitos fiscais. Por outro lado, Gao, Givoly e Laux (2015) afirmam que diferenças temporárias são itens que estão incluídos em ambas as medidas de rendimento (fiscal e contábil), mas em diferentes períodos de tempo. Por exemplo, se a base fiscal é maior do que o valor contábil, a diferença temporária irá aumentar o rendimento tributável do período atual enquanto diminui o rendimento tributável de exercícios futuros, gerando um

ativo fiscal diferido. Caso a base fiscal seja menor que o valor contábil, devido a diminuições temporárias, ocorrerá um passivo fiscal diferido, isto é, significando uma diminuição do lucro tributável do período atual e aumento do lucro tributável de exercícios futuros (SOZBILIR; KULA; BAYKUT, 2015).

O desafio das pesquisas em contabilidade é identificar a origem dessas diferenças e de como sua participação nesse resultado contribui para os objetivos dos estudos relacionados a esse fenômeno (MARTINEZ; PASSAMANI, 2014).

Nesse sentido, Martinez e Basseti (2015) afirmam que os BTDs ampliam as informações nas demonstrações financeiras e podem ajudar os investidores a estimar e avaliar o quão importante são estas demonstrações financeiras. Podem também propiciar aos reguladores a realização de um controle mais orientado, de acordo com o perfil do *Book-Tax Difference* da companhia.

Assim, Jackson (2015) analisou o efeito dos BTDs nos lucros antes dos impostos e nas despesas com impostos e separou os BTDs entre temporários e permanentes. Então examinou os efeitos dos BTDs no crescimento de cada componente de ganho. Foi achado que BTDs permanentes não são positivamente associados com o crescimento do lucro antes dos impostos, mas são negativamente associados com a despesa com imposto de renda. Ele sugere que BTDs permanentes são mais relevantes para a previsão de taxa de imposto efetiva futura do que crescimento de ganhos futuros.

Em outro estudo, Gao, Givoly e Laux (2015), afirmam que em razão da contabilização de diferenças temporárias é criado um mecanismo de associação entre despesas com impostos correntes e diferidas. Para eles um aumento na despesa com imposto corrente resulta em uma diminuição na despesa com imposto diferida e vice-versa. Complementam, de acordo com os posicionamentos adotados

por Hanlon et al. (2005), que a mudança de associação entre diferença temporária e retorno muda para positiva quando diferenças temporárias são incluídas na medida de despesa com imposto corrente (em vez de despesa de imposto diferida).

Dentro destas diferenças temporárias, Phillips et al. (2003) sugerem que as diferenças de BTDs estão associadas a comportamentos de manipulação, ou seja, gerenciamento de resultados ou gerenciamento tributário.

Nesse sentido, Tang e Firth (2011) investigam dentre empresas chinesas a relação entre as diferenças de *Book-Tax Difference*, a manipulação de resultados e o planejamento fiscal e constataram que as maiores diferenças nos BTDs são de empresas que possuem incentivos mais fortes para enveredar por práticas de manipulação de resultados e planejamento fiscal.

Assim, dada a complexidade da contabilização de impostos diferidos e os custos percebidos no fornecimento e uso da informação contábil, é importante examinar se os ativos e passivos por impostos diferidos realmente fornecem informação incremental sobre futuros pagamentos de impostos (LAUX, 2013).

2.2 DESPESAS COM IMPOSTOS CORRENTES E DIFERIDOS

O montante do imposto de renda e da contribuição social constantes nos demonstrativos financeiros das empresas apresentam geralmente uma parte corrente e outra diferida. Segundo Laux (2013), o imposto corrente a pagar é definido como a quantidade de impostos sobre os rendimentos pagos ou a pagar por um ano, conforme determinado pelo retorno de imposto de uma empresa. Por outro lado, Sozbilir, Kula e Baykut (2015) afirmam que os impostos diferidos surgem quando a recuperação do valor contábil dos ativos ou liquidação do valor contábil

dos passivos faz o pagamento de imposto futuro diferente do que seriam se tais recuperações ou liquidações não tivessem criado quaisquer consequências fiscais. Se a recuperação dos ativos e a liquidação de passivos produzir a mesma quantidade de imposto futuros com a recuperação ou liquidação, sem consequências fiscais, não há impostos diferidos (SOZBILIR; KULA; BAYKUT, 2015).

Destaca-se que estes impostos diferidos se originam a partir das diferenças temporárias, podendo ocasionar dois tipos de diferimento: diferimento tributário do ativo, representando obrigações tributárias já pagas, mas não incluídas no rendimento contábil ou diferimento tributário do passivo, representando futuras obrigações já incluídas no rendimento contábil (DIEHL, 2015). Em termos contábeis, esse diferimento tributário pode gerar registros contábeis tanto no lado do ativo (ativo fiscal diferido) quanto do lado do passivo (passivo fiscal diferido).

Para uma melhor ilustração, elaborou-se o Quadro 1 que retrata um lucro tributário variável em função de lucros e prejuízos contábeis.

Quadro 1: Teoria/Exemplos

DRE	Caso 1	Caso 2	Caso 3	Caso 4	Caso 5	Caso 6
Lucro Contábil	100,00	100,00	100,00	-100,00	-100,00	-100,00
Lucro Tributário	150,00	70,00	-30,00	-50,00	-130,00	30,00
Receita (Despesa) de IRD	17,00	-10,20	-44,20	17,00	-10,20	44,20
Receita (Despesa) de IRC	-51,00	-23,80	10,20	17,00	44,20	-10,20
Receita (Despesa) de IR	-34,00	-34,00	-34,00	34,00	34,00	34,00
Balço Patrimonial	Caso 1	Caso 2	Caso 3	Caso 4	Caso 5	Caso 6
IR a pagar	51,00	23,80				10,20
IR a recuperar			10,20	17,00	44,20	
IRD ativo	17,00			17,00		44,20
IRD passivo		10,20	44,20		10,20	
	Caso 1	Caso 2	Caso 3	Caso 4	Caso 5	Caso 6
<i>Sinal Esperado</i>	Desempenho bom, pagamento de imposto alto	Desempenho bom, pagamento de imposto baixo	Desempenho bom com recuperação de imposto	Desempenho ruim, recuperação de imposto baixa	Desempenho ruim, recuperação de imposto alta	Desempenho ruim com pagamento de imposto
IRD e valor	+	+	+	-	-	-
IRD e retorno	-	+	+	-	+	-

Fonte: elaborada pelo autor.

Acredita-se que no Brasil haja uma associação entre valor, retorno e impostos diferidos, seja pela possibilidade das pessoas jurídicas reduzirem o montante do lucro real apurado no ano-base, mediante a compensação de prejuízos fiscais apurados em períodos anteriores (limitada a 30% do lucro líquido a cada período de compensação), ou pela compensação de créditos fiscais ou aproveitamento de diferenças tributárias dedutíveis.

Nesse sentido, espera-se que ocorra H1: Existe associação entre o valor da empresas e o imposto de renda e a contribuição social diferidos para empresas lucrativas.

De forma a aprofundar o tema, Chang, Herbohn e Tutticci (2009) afirmam que no ativo fiscal diferido há benefício de imposto de renda futuro, que é reconhecido na demonstração de resultados quando o imposto de renda a pagar é superior a despesa de imposto de renda. Como exemplo tem-se a provisão para riscos ou outros passivos contingentes que são despesas reconhecidas no resultado contábil, mas não deduzidas de imediato para efeitos fiscais. Nesse caso específico, o lucro contábil irá retratar valor menor em relação ao lucro fiscal.

No lado direito do Balanço Patrimonial tem-se o passivo fiscal diferido que Sozbilir, Kula e Baykut (2015) definem como o montante dos impostos sobre os rendimentos pagáveis em períodos futuros relacionados a diferenças temporárias tributáveis. Como exemplo tem-se as receitas não realizadas (venda de um bem do ativo não circulante já contabilizada, mas ainda não recebida) e a depreciação acelerada incentivada. No diferimento do passivo o lucro contábil é maior que o lucro fiscal.

Assim, percebe-se o interesse dos usuários das informações contábeis no conteúdo de informações de diferentes componentes de ganhos, que consideram que as receitas estão associados positivamente com os retornos, enquanto as despesas, incluindo os impostos, são negativamente associado com os retornos (LIPE, 1986; GAO; GIVOLY; LAUX, 2015).

Lipe (1986) investigou as relações entre os componentes de lucros contábeis e retornos das ações através do lucro bruto, despesas gerais e administrativas, despesas de depreciação, despesas com juros, imposto de renda e outros itens. Os resultados deste estudo mostram variação significativa do componente transversal nas reações de retorno associados com mudanças inesperadas nestes componentes de ganhos reportados.

Para Inger (2014), o tratamento tradicional que o imposto de renda recebe em relação ao valor é que maiores despesas com imposto de renda significam más notícias, pois há implicação de maiores saídas de caixa atuais e futuros.

Nessa mesma linha, Formigoni, Antunes e Paulo (2009) e Tang (2005) consideram que uma elevada carga tributária resulta em menores lucros após os impostos com uma menor vantagem competitiva, pois os encargos tributários influenciam de forma negativa o retorno do investimento e diminuem o fluxo de caixa das empresas.

Contribuindo, Kubota e Takehara (2010), demonstraram que as variações da taxa de imposto sobre as empresas podem melhorar o preço das ações na maioria das vezes, enquanto em certos casos os efeitos são neutros ou até mesmo prejudiciais.

Entretanto, nem sempre menores pagamentos tributários podem ser vistos como boas notícias, pois para Thomas e Zhang (2010) menor despesa de imposto pode ser um sinal dos esforços gerenciais a subestimar despesa de imposto de renda e exagerar lucro antes dos impostos.

Nesse sentido, embora a empresa tenha gerado mais recursos para distribuição, este aumento no fluxo de caixa através de uma redução inesperada na despesa com imposto não vem sem riscos devido à origem da redução destas despesas fiscais. Reduções inesperadas na despesa de imposto de renda e contribuição social podem ser resultados de práticas de gerenciamento de resultados e de aumento da evasão fiscal (HENRY, 2014).

Para Lev e Nissim (2004) há evidências consideráveis de que as empresas tendem a suavizar ou gerir de outra forma o lucro tributável, isto é, o lucro não está livre de manipulação. Como exemplo são citadas as vendas de ativos onde os ganhos podem ser administrados para manipular estimativas de exercício. Em outros casos, complementam eles, as receitas são reconhecidas na declaração de imposto de forma antecipada (por exemplo, as receitas de subscrição) e despesas depois de serem vencidas (por exemplo, encargos de reestruturação).

Em estudos mais recentes, Thomas e Zhang (2014) analisaram o *value relevance* da empresa através de regressão em nível de preço e em nível de retorno levando em consideração tanto a projeção dos analistas (expectativa de rentabilidade futura) como considerando apenas o valor atual da empresa (omitindo a expectativa de rentabilidade futura). O achado foi que despesa com imposto continua assumindo dois papéis: o *machting role* (associação negativa do imposto de renda com valor) e *proxy-for-profitability role* (associação positiva do imposto de renda com valor).

Diehl (2015) analisou dentre empresas da Fortune 500 como o diferimento tributário do ativo e passivo influenciam no preço das ações. Foi achado que diferimento tributário do ativo influencia positivamente o preço das ações e diferimento tributário do passivo influencia negativamente.

Em outro estudo, Philips (2003) verificou que um aumento na despesas com impostos diferidos aumentam a probabilidade de gerenciamento de lucros para evitar reportar uma queda nos ganhos, o que é consistente com o argumento que despesa com impostos diferidos é incremental na detecção de gerenciamento de resultados.

White (2014) analisou a relação entre os impostos diferidos do ativo e risco de crédito da empresa e constatou que os impostos diferidos do ativo podem causar impacto na credibilidade, isto é, foi encontrada uma associação negativa significativa entre ativos fiscais diferidos e avaliações de crédito.

Detalhando um pouco mais a análise do diferido, Guenther e Sansing (2000) analisaram o valor da firma sob o prima do diferimento tributário e verificaram que este também afeta os ganhos atuais e fornece informações que ajudam na previsão de ganhos futuros, logo ganhos atuais e futuros claramente tem implicação no valor da firma.

Para Gao, Givoly e Layx (2015) mudanças nas despesas com impostos diferidos são associadas de forma negativa com retorno. Segundo eles, um aumento na despesa com impostos diferidos representa expectativa de saída de fluxo de caixa bem como previsão de menores ganhos futuros.

Apesar destas evidencias estarem de acordo com o *matching role* uma segunda corrente emerge que relaciona positivamente despesa com imposto e valor, representada pelo *proxy-for-profitability role* (THOMAS; ZHANG 2014).

Para Gao, Givoly e Laux, (2015) a corrente do *proxy-for-profitability* acha que mudanças na despesa com imposto são positivamente associadas com retorno de ações, sugerindo que aumento na despesa com imposto são vistas pelo mercado como favoráveis.

No mesmo sentido, segundo Henry (2014) despesa com imposto de renda pode ser positivamente associada com o retorno da empresa, pois muni os investidores com informações sobre mudanças no risco de empresa, além de fluxos de caixa futuros.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa aborda o valor da empresa dentro da ótica da despesa com imposto de renda e da contribuição social através de um viés exploratório e descritivo. O método utilizado foi o quantitativo com os dados da pesquisa obtidos do software de coleta de dados Economatica selecionando todas as sociedades anônimas de capital aberto listadas na BMF Bovespa dentro do período de 2000 até 2015, com exceção das instituições financeiras que possuem uma alíquota de tributação diferenciada para imposto de renda e contribuição social sobre o lucro.

Importante destacar que não foi considerado um período maior em razão alteração da moeda nacional e das altas taxas de inflação que ocorreram no Brasil antes do Plano Real (GALDI 2008, LIMA 2003).

Tabela 1
Critérios de seleção da amostra

CRITÉRIO DE SELEÇÃO	EMPRESAS
Empresas/ano classificadas como ativas no Economatica	6.692
Empresas/ano do setor "serviços financeiros e seguro	648
Empresas/ano com Patrimônio Líquido negativo	601
Empresas/ano com Imposto de renda corrente sem observações	1.880
Não apresentaram os dados necessários para operacionalizar as variáveis independentes utilizadas	796
AMOSTRA	2.045

Fonte: Elaborada pelo autor

Para tratamento dos dados foi utilizado o software Stata, onde foram retratadas: uma regressão para preço (Modelo I) em função do valor contábil, do lucro antes dos impostos e das despesas com imposto de renda e contribuição social; e outra regressão para retorno (Modelo II) em função do lucro antes dos

impostos surpresa e despesas com impostos surpresa. Destaca-se que o termo surpresa está relacionado à variação do período t com o t -1 e que as variáveis foram deflacionados pelo ativo total do início do ano fiscal (ativo do ano anterior).

Modelo I: Regressão a Nível de Preço

$$MV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PL_{i,t} + \gamma_2 LAIR_{i,t} + \gamma_3 IRC_{i,t} + \gamma_4 IRD_{i,t} + \gamma_5 BM_{i,t} + \gamma_6 MV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo II: Regressão a Nível de Retorno

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta PL_{i,t} + \beta_2 \Delta LAIR_{i,t} + \beta_3 \Delta IRC_{i,t} + \beta_4 \Delta IRD_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$MV_{i,t}$ = Valor de mercado das ações para o período t;

$PL_{i,t}$ = Patrimônio Líquido para o período t;

$LAIR_{i,t}$ = Lucro antes do impostos para o período t;

$IRC_{i,t}$ = Total da despesa com imposto de renda corrente e contribuição social no período t;

$IRD_{i,t}$ = Total da despesa com Imposto de Renda e Contribuição Social Diferida no período t;

$BM_{i,t}$ = Book-to-Market no período t, indicador financeiro definido por BV_t/MV_t ;

$RET_{i,t-1}$ = Retorno observado para o período t-1 (proxy para retorno inesperado);

$MV_{i,t-1}$ = Valor de mercado defasado das ações para o período t-1;

$\Delta PL_{i,t}$ = primeira diferença do patrimônio Líquido para o período t;

$\Delta LAIR_{i,t}$ = primeira diferença no lucro antes dos impostos para o período t;

$\Delta IRC_{i,t}$ = primeira diferença em despesa com imposto corrente para o período t;

$\Delta IRD_{i,t}$ = primeira diferença em despesa com imposto diferido para o período t;

i e ε = subscrito que denota a empresa e o erro, respectivamente.

Além destas regressões, foram elaboradas mais duas regressões incrementais com variáveis dummies de lucratividade e prejuízo, uma para preço (Modelo III) e outra para retorno (Modelo IV), relacionando os imposto diferidos (do ativo ou do passivo) com empresas com lucros e prejuízos.

Modelo III: Regressão a Nível de Preço com Dummy

$$MV_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 PL_{i,t} + \theta_2 LAIR_{i,t} + \theta_3 IRC_{i,t} + \theta_4 IRD_{i,t}^+ \text{lucrativa} + \theta_5 IRD_{i,t}^+ \text{prejuízo} \\ + \theta_6 IRD_{i,t}^- \text{lucrativa} + \theta_7 IRD_{i,t}^- \text{prejuízo} + \theta_8 BM_{i,t} + \theta_9 MV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo IV: Regressão a Nível de Retorno com Dummy

$$RET_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 PL_{i,t} + \delta_2 \Delta LAIR_{i,t} + \delta_3 \Delta IRC_{i,t} + \delta_4 \Delta IRD_{i,t}^+ \text{lucrativa} \\ + \delta_5 \Delta IRD_{i,t}^+ \text{prejuízo} + \delta_6 \Delta IRD_{i,t}^- \text{lucrativa} + \delta_7 \Delta IRD_{i,t}^- \text{prejuízo} \\ + \delta_8 BM_{i,t} + \delta_9 RET_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$IRD_{i,t}^+ \text{lucrativa}$ = Total da despesa com imposto de renda e contribuição social diferida positiva das empresas lucrativas no período t;

$IRD_{i,t}^+$ prejuízo = Total da despesa com imposto de renda e contribuição social diferida positiva das empresas com prejuízo no período t;

$IRD_{i,t}^-$ lucrativa = Total da despesa com imposto de renda e contribuição social diferida negativa das empresas lucrativas no período t;

$IRD_{i,t}^-$ prejuízo = Total da despesa com imposto de renda e contribuição social diferida negativa das empresas com prejuízo no período t;

ΔIRD_t^+ lucrativa = primeira diferença positiva da despesa com imposto diferido para empresas lucrativas no período t;

ΔIRD_t^+ prejuízo = primeira diferença positiva da despesa com imposto diferido para empresas não lucrativas no período t;

ΔIRD_t^- lucrativa = primeira diferença negativa da despesa com imposto diferido para empresas lucrativas no período t;

ΔIRD_t^- prejuízo = primeira diferença negativa da despesa com imposto diferido para empresas não lucrativas no período t;

Na primeira equação (Regressão de Preço) a variável dependente é o Valor de Mercado das Ações (MVt), medida 3 meses depois do fim do ano fiscal. Na outra equação (Regressão de Retorno) nossa variável dependente é o retorno sobre os 12 meses (RETt), começando no fim do terceiro mês do ano fiscal atual (ano t) para o fim do terceiro mês do ano fiscal seguinte (ano t + 1). Os 3 meses de compensação após o fim do ano fiscal quando é medido o valor de mercado da empresa é utilizado para permitir tempo necessário para a divulgação pública das variáveis em uso.

Para regressão de nível de preço nossa principal variável explanatória é o total da despesa com imposto de renda e contribuição social no fim do ano (ano t) que será separada em despesa com imposto corrente e diferida. Para a regressão de retorno a variável principal é a despesa com imposto de renda e contribuição social surpresa, que é medida como despesa com imposto no ano t menos despesa com imposto no ano t - 1.

A regressão de valor de mercado com as dummies tem como variáveis incrementais o imposto de renda e contribuição social diferido positivo (ativo fiscal diferido) e o imposto de renda e a contribuição social diferido negativo (passivo fiscal diferido). Estas duas variáveis relacionadas com as dummies de lucro ou prejuízo. Estas mesmas variáveis estão retratadas na regressão de retorno, porém levando em consideração a variação do ano t para o t -1.

De forma a incorporar no trabalho informações não tributárias, foi usado patrimônio líquido ou valor contábil (PLt) e o lucro antes dos impostos (LAIRt) na regressão de nível de preço e lucro antes do impostos surpresa (Δ LAIRt) na regressão de retorno. Foram incluídas também outras variáveis de controle: *book-to market ratio* (BMt), valor de mercado defasado (MVt-1) e retorno defasado (RETt-1).

Os sinais esperados dos coeficientes destas variáveis estão retratados na Tabela 2.

Tabela 2
Sinais esperados dos coeficientes

Coeficiente	Previsão
γ_1 e β_1	+
γ_2 e β_2	+
γ_3 e β_3	-
γ_4 e β_4	+
γ_5 e β_5	+
γ_6 e β_6	+

θ_4 e δ_4	+
θ_5 e δ_5	+
θ_6 e δ_6	-
θ_7 e δ_7	-

Capítulo 4

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Nesta parte do estudo, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis a fim de verificar como estas se comportam em relação às medidas de dispersão e de posição. A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva para variáveis com associação de amostra do Económica. O Painel A apresenta a estatística descritiva com a distribuição de diferentes variáveis agrupadas e o Painel B apresenta a correlação de Pearson e Spearman.

Tabela 3
Estatística descritiva e matriz de correlação

Painel A: Estatística Univariada								
Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo
IRCt	2045	0,02	0,02	-0,01	0,00	0,01	0,03	0,12
IRDt	2045	-0,00	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,02
PLt	2045	0,48	0,23	0,10	0,32	0,46	0,63	0,95
LAIRt	2045	0,07	0,09	-0,10	0,01	0,06	0,13	0,25
MVt	2045	0,92	0,85	0,08	0,29	0,63	1,23	3,23
BMt	2045	1,01	0,89	0,15	0,39	0,69	1,33	3,49
RETt	2045	0,15	0,56	-0,63	-0,24	0,04	0,42	1,53
Ativot	2045	7,20E+06	1,10E+07	1,50E+05	8,10E+05	2,60E+06	8,30E+06	4,10E+07

Painel B: matriz de correlação para as principais variáveis Pearson (Spearman) correlações são mostrados acima (abaixo) da diagonal principal.								
	IRCt	IRDt	PLt	LAIRt	MVt	BMt	RETt	Ativot
IRCt	1	-0,02	0,21***	0,72***	0,49***	-0,36***	0,19***	-0,01
IRDt	-0,00	1	0,12***	0,29***	0,08***	-0,04*	0,10***	0,02
PLt	0,21***	0,13***	1	0,40***	0,43***	-0,01	0,07***	-0,14***
LAIRt	0,72***	0,26***	0,39***	1	0,56***	-0,40***	0,31***	0,01
MVt	0,48***	0,11***	-0,48***	0,62***	1	-0,59***	0,29***	-0,08***
BMt	0,38***	-0,05**	0,06***	-0,44***	-0,80***	1	-0,33***	-0,03
RETt	0,25***	0,11***	0,09***	0,36***	0,37***	-0,38***	1	-0,03
Ativot	0,06***	0,03	-0,18***	0,04*	-0,02	-0,05**	0,02	1

Fonte: Elaborada pelo autor

IRCt é a despesa com imposto de renda corrente no ano t. IRDt é a despesa com imposto de renda diferido no ano t. PLt é o valor do patrimônio líquido no ano t. LAIRt é o lucro antes do impostos no ano t. MVt é o valor de mercado das ações de uma empresa 3 meses após o final do ano fiscal. BMt é o índice book-to-market ratio, calculado como o valor contábil do patrimônio líquido no final do exercício fiscal escalado pelo valor de mercado do patrimônio multiplicado por um mais o retorno estoque acumulado nos 3 meses seguintes. RETt é o retorno de ações dos 12 meses a partir do final do terceiro mês do ano fiscal atual para o final do terceiro mês do ano seguinte. ATIVOt é o total do ativo no ano t. A amostra inclui 6.192 observações firmas anos com variáveis de 2000 a 2015. As variáveis de preço e retorno estão em função do Ativo Total e foram Winsorizadas em 1%. ***, ** e * Significativo no nível de 1%, 5% e 10 % respectivamente.

Dentre as maiores médias analisadas na estatística estão as das variáveis dependentes valor de mercado das ações (0,92) e retorno das ações (0,15). Outra média com destaque é da variável independente de controle que compara o valor contábil da firma em relação ao valor de mercado, *book-to market ratio* (1,01). Em relação às outras variáveis dependentes vale destacar que o imposto de renda diferido apresentou média bem próxima a zero na relação com o ativo total. Já a variável não tributária patrimônio líquido (0,48) pode ser peça de significância no valor das empresas uma vez que tanto o valor mínimo (0,10) quanto o valor máximo

(0,95) apresentam valores positivos, podendo indicar uma grande quantidade de empresas lucrativas.

O Painel B apresenta a correlação de Person e Spearman entre o pares de variáveis. De acordo com esta correlação o valor de mercado apresenta uma associação positiva com as principais variáveis independentes analisadas, a exceção do *book-to market ratio* e do ativo total onde há uma associação negativa. O mesmo fato se aplica à variável dependente retorno. No que diz respeito a relação impostos correntes e diferidos, a correlação não demonstrou associação significativa entre estas duas variáveis independentes, mas por outro lado estas variáveis apresentaram associação positiva e significativa com o lucro antes dos impostos, com o valor de mercado, com o patrimônio líquido e com o retorno defasado.

No que diz respeito a associação positiva dos impostos correntes com retorno (0,19 e 0,25) e dos impostos diferidos com retorno (0,10 e 0,11) na correlação de Pearson e Spearman respectivamente, foi constatado que a associação positiva entre estas variáveis pode sinalizar que tanto o imposto de renda corrente quanto o diferido podem apresentar efeito significativo no retorno das firmas, fato que necessita ser comprovado na regressão de retorno. Caso este fato se consume nas regressões, o resultado estará de acordo com o defendido por Ohlson e Penman (1992), Hanlon, Laplante, e Shevlin (2005) e Henry (2014) que afirmam que despesa com imposto de renda total (imposto corrente mais imposto diferido) tem ligação positiva com retorno de ações.

Já em relação ao valor de mercado (MVt), o imposto de renda corrente (IRct) apresentou associação positiva e significativa tanto em Pearson quanto em Spearman (0,49 e 0,48) respectivamente. Este fato pode sinalizar que mercado reconhece a importância do imposto de renda corrente pago hoje e que o mesmo

pode ocasionar menos impostos a serem pagos no futuro, gerando uma maior margem de lucro para as empresas. Estes resultados foram contrários aos achados de Lipe (1986) e Inger (2014) que encontraram uma associação negativa da despesa com imposto de renda e valor uma vez que a despesa com imposto de renda corresponde ao custo do imposto pago após o reconhecimento do lucro antes dos impostos, implicando maiores saídas de caixas atuais e futuras.

Em relação à associação do imposto de renda diferido (IRDt) com valor de mercado (MVt), houve significância positiva de 0,08 (Pearson) e de 0,11 (Spearman). Fato que pode indicar uma resposta do mercado em relação ao total de imposto diferido apresentado pelas empresas em seus demonstrativos contábeis. Esta associação corrobora com o estudo de Guenther e Sansing (2000) onde a mesma informação do imposto diferido que afeta os ganhos atuais ajuda a prever ganhos futuros e conseqüentemente afetam o valor das empresas.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÕES DE PREÇO E RETORNO

Nas análises seguintes foram apresentadas duas regressões objeto do estudo, uma regressão a nível de preço (Painel A), que apresenta como variável a ser explicada o valor de mercado das ações (MVt), e outra regressão a nível de retorno (Painel B), que apresenta como variável a ser explicada o retorno das ações (RETt). As regressões foram rodadas incluindo variáveis com e sem controle, sendo que nossa principal variável independente a ser explicada é o imposto de renda diferido (IRDt).

Tabela 4
Regressões MQO

Painel A: Regressão de Valor de Mercado								
	SEM CONTROLE				COM CONTROLE			
	Coef.	Std. Err.	t	p valor	Coef.	Std. Err.	t	p valor
MVt								
LAIRt	3,56***	0,27	13,18	0,00	0,76***	0,24	3,14	0,00
IRCt	6,44***	1,26	5,12	0,00	5,03***	1,02	4,91	0,00
IRDt	-0,48	1,50	-0,32	0,75	1,48	1,19	1,25	0,21
PLt					1,08***	0,08	13,61	0,00
BMt					-0,29***	0,02	-17,35	0,00
MVt-1					0,21***	0,01	14,88	0,00
_cons	0,56***	0,02	27,88	0,00	0,33***	0,04	8,21	0,00
Observações	2.045,00				1.954,00			
Teste F	206,75				330,80			
R ² ajustado	0,33				0,70			

Painel B: Regressão de Retorno								
	SEM CONTROLE				COM CONTROLE			
	Coef.	Std. Err.	t	p valor	Coef.	Std. Err.	t	p valor
RETt								
ΔLAIRt	1,62***	0,18	9,12	0,00	1,39***	0,18	7,53	0,00
ΔIRCt	2,49**	1,06	2,35	0,02	2,77***	1,01	2,73	0,01
ΔIRDt	-0,22	0,74	-0,30	0,76	-0,35	0,70	-0,51	0,61
ΔPLt					0,38***	0,09	4,10	0,00
BMt					-0,37***	0,02	-18,39	0,00
RETt-1					-0,24***	0,02	-11,26	0,00
_cons	0,13***	0,01	10,91	0,00	0,38***	0,05	7,56	0,00
Observações	2.031,00				1.805,00			
Teste F	53,19				97,73			
R ² ajustado	0,08				0,18			

Fonte: Elaborada pelo autor

IRCt é a despesa com imposto de renda corrente no ano t. IRDt é a despesa com imposto de renda diferido no ano t. PLt é o valor do patrimônio líquido no ano t. LAIRt é o lucro antes dos impostos no ano t. MVt é o valor de mercado das ações de uma empresa 3 meses após o final do ano fiscal. BMt é o índice book-to-market ratio, calculado como o valor contábil do patrimônio líquido no final do exercício fiscal escalado pelo valor de mercado do patrimônio líquido multiplicado por um mais o retorno estoque acumulado nos 3 meses seguintes. RETt é o retorno de ações dos 12 meses a partir do final do terceiro mês do ano fiscal atual para o final do terceiro mês do ano seguinte. ΔPLt é a variação do patrimônio líquido. ΔLAIRt é a variação do lucro antes dos impostos. ΔIRDt é a variação do imposto de renda diferido. ΔIRCt é a variação do imposto de renda corrente. ***, ** e * Significativo no nível de 1%, 5% e 10 % respectivamente. Equação de preço:

$$MV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PL_{i,t} + \gamma_2 LAIR_{i,t} + \gamma_3 IRC_{i,t} + \gamma_4 IRD_{i,t} + \gamma_5 BM_{i,t} + \gamma_6 MV_{i,t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Equação de retorno: } RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta PL_{i,t} + \beta_2 \Delta LAIR_{i,t} + \beta_3 \Delta IRC_{i,t} + \beta_4 \Delta IRD_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \varepsilon_t$$

A regressão de preço, que apresenta como variável a ser explicada o valor de mercado das ações (MVt), obteve efeito significativo na relação com todas as variáveis independentes tanto no segmento sem controle quanto no segmento com controle. A exceção ficou por conta de nossa principal variável a ser explicada (imposto de renda e contribuição social diferidos) que não se mostrou significativa. Logo, em termos gerais, parece não haver evidência que o diferimento tributário tem associação com o valor das empresas. Contudo, na próxima seção será realizada

uma análise mais detalhada sobre este ponto dado que há uma assimetria no reconhecimento do imposto de renda diferido ativo e passivo de acordo com os requisitos do CPC 32, que reconhece o passivo, salvo exceções legais, a partir das diferenças temporárias tributáveis e os ativos, salvo exceções legais, quando há diferenças temporárias dedutíveis, prejuízos fiscais ou créditos fiscais não utilizados que possam ser utilizados, seguidos de uma provável existência de lucro tributável contra a qual a diferença temporária possa ser utilizada.

A variável independente imposto corrente apresentou associação positiva com a variável dependente Valor de Mercado de 6,44% (regressão sem variáveis de controle) e 5,03% (regressão com variáveis de controle). Tal fato pode ser a sinalização de que o mercado brasileiro entende que um elevado montante de imposto de renda a pagar pode ser resultado de uma melhor qualidade do lucro, isto é, um lucro com baixo índice de gerenciamento de resultados e evasão fiscal. Este ponto de vista está de acordo Henry (2014) quando ele afirma que reduções inesperadas na despesa de imposto de renda podem ser resultados de práticas de gerenciamento de resultados e de aumento da evasão fiscal. Dito isto, é possível concluir que esta relação positiva entre a variável preço e imposto de renda corrente é contrária à defendida por Inger (2014) que encontrou uma associação inversa, ou seja, que o imposto de renda, por gerar uma maior saída de caixa, tem uma associação negativa com valor.

As outras variáveis significantes foram o lucro antes dos impostos (0,76%), o patrimônio líquido (1,08%) e valor de mercado defasado (0,21%) e o índice *book-to-market ratio* (-0,29%).

Em relação a regressão de retorno detalhada no Painel B, o coeficiente do imposto de renda diferido surpresa ($\Delta IRDt$) não se mostrou significativo. Este

resultado não acompanha Gao, Givoly e Laux (2015) que encontraram uma associação negativa com retorno. Nosso resultado parece indicar uma inércia do mercado frente ao diferido divulgado pelas empresas brasileiras.

Na relação imposto de renda corrente surpresa (ΔIR_{Ct}) e retorno houve uma associação significativa e positiva tanto nas regressões sem e com variáveis de controle (2,49% e 2,77%, respectivamente). Este resultado se enquadra, por exemplo, em Ohlson e Penman (1992) e Hanlon, Laplante e Shevlin (2005) que relacionam positivamente retorno e despesa com imposto de renda surpresa.

As demais variáveis dependentes analisadas foram lucro antes dos impostos surpresa ($\Delta LAIR_t$), que apresentou associação positiva e significativa com retorno tanto na regressão sem variáveis de controle (1,62%) quanto na regressão com variáveis de controle (1,39%), o patrimônio líquido com associação positiva em 0,38%, o *book-to market ratio* e retorno defasado também com associação significativa, mas negativa em relação ao retorno de ações: -0,37% e -0,24% respectivamente, indicando a importância de incluir estas variáveis de controle em nossa regressão.

Sintetizando os resultados da Tabela 4, não foram encontradas relações estatisticamente significantes entre Impostos Diferidos, valor e preço. Contudo uma análise mais detalhada é necessária ao se considerar a assimetria existente no reconhecimento do IRD no caso de empresas que possuem lucros futuros esperados e empresas que não possuem lucros futuros esperados. Também há assimetria para os casos do reconhecimento de IRD ativo (positivo) e IRD passivo (negativo). Assim a próxima análise (Tabela 5) considera este aspecto.

4.3 ANÁLISE DE FIRMAS LUCRATIVAS E NÃO LUCRATIVAS

Na próxima análise, foi apresentado, dentro das duas regressões já trabalhadas, dummies para empresas lucrativas e não lucrativas na regressão a nível de preço (Painel A) e outra dummy de lucratividade e não lucratividade na regressão a nível de retorno (Painel B). A intenção com a inclusão das dummies foi averiguar o comportamento das variáveis dependentes e independentes no valor de mercado e no retorno quando são levados em consideração empresas com lucros (possibilidade de compensar ativos fiscais diferidos) e prejuízos (possibilidade de compensação de prejuízos fiscais). Mais especificamente como os impostos diferidos, seja do ativo ou passivo, se comportam quanto as empresas são lucrativas ou tem prejuízo.

Tabela 5
Regressão com Variáveis Dummy

Painel A: Regressão de Preço com Dummy de Empresas Lucrativas e não Lucrativas				
Valor de Mercado (MVt)	Coef.	Std. Err.	t	p valor
LAIRt	1,71***	0,26	6,64	0,00
IRCt	3,69***	0,96	3,85	0,00
IRD _t ⁺ lucrativa	-2,87	2,16	-1,33	0,18
IRD _t ⁺ prejuízo	8,32*	4,56	1,83	0,07
IRD _t ⁻ lucrativa	3,70**	1,88	1,97	0,05
IRD _t ⁻ prejuízo	-6,21***	2,18	-2,85	0,00
PLt	0,56***	0,06	9,35	0,00
BMt	-0,25***	0,02	-15,34	0,00
MVt-1	0,43***	0,01	31,09	0,00
_cons	0,26***	0,03	7,54	0,00
Observações	1.545,00			
Teste F	515,08			
R ² ajustado	0,75			
Painel B: Regressão de Retorno com Dummy de Empresas Lucrativas e não Lucrativas				
Retorno (RETt)	Coef.	Std. Err.	t	p valor
ΔLAIRt	0,93***	0,16	5,95	0,00
ΔIRCt	4,42***	0,91	4,84	0,00
ΔIRD _t ⁺ lucrativa	2,35	1,85	1,27	0,21
ΔIRD _t ⁺ prejuízo	-12,25***	2,88	-4,25	0,00
ΔIRD _t ⁻ lucrativa	0,09	1,89	0,05	0,96
ΔIRD _t ⁻ prejuízo	4,81**	2,37	2,03	0,04
PLt	0,49***	0,05	9,29	0,00
BMt	-0,32***	0,01	-22,16	0,00
RETt-1	-0,25***	0,01	-19,78	0,00
_cons	0,49***	0,03	15,82	0,00
Observações	1.940,00			
Teste F	100,44			
R ² ajustado	0,32			

Fonte: Elaborada pelo autor

IRCt é a despesa com imposto de renda corrente no ano t. IRD_t⁺lucrativa é a despesa positiva com impostos diferidos das empresas lucrativas no período t. IRD_t⁺prejuízo é a despesa positiva com impostos diferidos das empresas com prejuízo no período t. IRD_t⁻lucrativa a despesa negativa com impostos diferidos das empresas lucrativas no período t. IRD_t⁻prejuízo a despesa negativa com impostos diferidos das empresas com prejuízo no período t. PLt é o valor do patrimônio líquido no ano t. LAIRt é o lucro antes dos impostos no ano t. MVt é o valor de mercado das ações de uma empresa 3 meses após o final do ano fiscal. BMt é o índice book-to-market ratio, calculado como o valor contábil do patrimônio líquido no final do exercício fiscal escalado pelo valor de mercado do patrimônio multiplicado por um mais o retorno estoque acumulado nos 3 meses seguintes. RETt é o retorno de ações dos 12 meses a partir do final do terceiro mês do ano fiscal atual para o final do terceiro mês do ano seguinte. ΔLAIRt é a variação do lucro antes dos impostos. ΔIRCt é a variação do imposto de renda corrente. ΔIRD_t⁺lucrativa a diferença positiva da despesa com impostos diferidos para empresas lucrativas no período t. ΔIRD_t⁺prejuízo a diferença positiva da despesa com impostos diferidos para empresas não lucrativas no período t. ΔIRD_t⁻lucrativa a diferença negativa da despesa com impostos diferidos para empresas lucrativas no período t. ΔIRD_t⁻prejuízo a diferença negativa da despesa com impostos diferidos para empresas não lucrativas no período t. ***, ** e * Significativo no nível de 1%, 5% e 10 % respectivamente.

$$MV_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 PL_{i,t} + \theta_2 LAIR_{i,t} + \theta_3 IRC_{i,t} + \theta_4 IRD_{i,t}^+ \text{lucrativa} + \theta_5 IRD_{i,t}^+ \text{prejuízo} + \theta_6 IRD_{i,t}^- \text{lucrativa} + \theta_7 IRD_{i,t}^- \text{prejuízo} + \theta_8 BM_{i,t} + \theta_9 MV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$RET_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 PL_{i,t} + \delta_2 \Delta LAIR_{i,t} + \delta_3 \Delta IRC_{i,t} + \delta_4 \Delta IRD_{i,t}^+ \text{lucrativa} + \delta_5 \Delta IRD_{i,t}^+ \text{prejuízo} + \delta_6 \Delta IRD_{i,t}^- \text{lucrativa} + \delta_7 \Delta IRD_{i,t}^- \text{prejuízo} + \delta_8 BM_{i,t} + \delta_9 RET_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Em relação ao Painel A, infere-se que nossas principais variáveis relacionadas ao diferido apresentaram efeito significativo, a exceção foi a variável dependente IRD_t^+ lucrativa que representa um ativo fiscal diferido seguido de empresas com lucratividade.

As variáveis IRD_t^+ prejuízo e IRD_t^- lucrativa apresentaram uma associação positiva com o valor de mercado das ações em 8,32% e 3,70% respectivamente. Do primeiro resultado podem ser citadas as empresas que apesar de apresentarem prejuízo tem valores contabilizados no ativo diferido a serem compensados no futuro, seja por diferença tributária dedutível, prejuízo fiscal ou crédito fiscal. O segundo caso, é relativo às empresas lucrativas que apresentaram um imposto de renda diferido para futuro pagamento, como exemplo cita-se a depreciação acelerada incentivada permitida para fins fiscais e que faz com que o lucro fiscal fique maior que o lucro contábil, uma vez que este utiliza o método de depreciação linear. Dessa forma, a despesa com imposto de renda a pagar para fins fiscais será menor que para fins contábeis gerando a contabilização de um passivo fiscal diferido que será transformado em despesa futuramente. Este resultado vai contra o encontrado por Amir et al. (1997), Ayers (1998) e Dhaliwal et al. (2000) que consideram que o diferimento tributário do passivo tem relação negativa com o valor de mercado. Por outro lado, este resultado confirma a hipótese 1, demonstrando uma relação positiva do diferimento tributário com o valor de mercado das ações das empresas lucrativas.

A outra variável significativa do diferido foi o IRD_t^- prejuízo, representada pelas empresas que apresentam contabilização na conta de passivo fiscal diferido e ao mesmo tempo obtiveram desempenho ruim. Estas empresas além do prejuízo terão

que arcar com maiores gastos tributários no futuro em razão da postergação dos impostos decorrentes do registro de um lucro fiscal menor que o lucro contábil.

Importante destacar que as variáveis significantes IRD_t^- prejuízo, e IRD_t^- lucrativa encontradas apresentaram resultado condizente com o esperado na associação com valor, condizente com o Quadro 1. A primeira variável apresentou desempenho ruim seguido de impostos a serem pagos e a segunda apresentou bom desempenho seguido de pagamento de impostos. Porém, para a variável IRD_t^+ prejuízo esperava-se um sinal negativo em relação ao valor de mercado, mas foi encontrada uma sinalização positiva. Este resultado pode estar relacionado com a percepção do mercado com possibilidade de compensação dos prejuízos fiscais pelas empresas.

As demais variáveis dependentes se mostraram significantes em relação ao valor de mercado assim como na regressão de preço, aplicando-se os mesmos comentários da Tabela 4.

Já em relação às variáveis associadas ao diferido no Painel B, não foi verificada significância nas variações relacionadas com firmas lucrativas (ΔIRD_t^+ lucrativa e ΔIRD_t^- lucrativa). A significância foi relevante apenas para as duas variáveis relacionadas a firmas com prejuízo. A primeira destas variáveis (ΔIRD_t^+ prejuízo) apresentou associação negativa de 12,25% com Retorno, resultado condizente com o Caso 4 do Quadro 1, isto é, baixa recuperação de impostos com desempenho ruim. Nesse caso, considera-se que há diminuição do potencial de recuperação de impostos futuros, ou seja, falta credibilidade do mercado de que a empresa consiga compensar ativos diferidos que estão aumentando (ou prejuízos fiscais) tendo em vista que a legislação impõe limites para esta compensação. A

outra variável é a $\Delta\text{IRD}_t^{\text{prejuízo}}$ que apresentou associação positiva com Retorno em 4,81%, resultado encontrado também equivalente com o esperado, conforme Caso 5 do Quadro 1. No caso de variações negativas de IRD esperam-se sinais positivos com o retorno futuro, pois significa que a empresa reconhece mais IRD negativo e, para isso, tem que esperar lucros futuros. Observa-se que o resultado da variável $\Delta\text{IRD}_t^{\text{prejuízo}}$ apresenta posicionamento compatível com Hanlon, Laplante, e Shevlin (2005) que mostraram uma relação positiva entre retorno e a mudança no rendimento tributável.

As demais variáveis não relacionadas ao diferido mantiveram significância conforme retratado na regressão de retorno na Tabela 4.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo verificar se o imposto de renda e a contribuição social diferidos tem influência no valor de mercado e no retorno das ações. A catalogação dos dados se deu através do software de coleta de dados Economática onde foram listadas as empresas com ações negociadas BM&F Bovespa no período de 2000 a 2015. Em seguida foram geradas regressões a nível de preço e a nível de retorno, conforme utilizadas por Thomas e Zhang (2014) mas com a abertura do total de impostos em correntes e diferidos. Além disso foram geradas regressões preço e retorno incluindo variáveis dummies permutando o diferido positivo e negativo com empresas lucrativas e não lucrativas.

Foi utilizado como hipótese da pesquisa a possibilidade de associação do valor das empresas com o imposto de renda e a contribuição social diferidos para empresas lucrativas. Nosso principal achado foi que para as empresas em geral o diferido não se mostrou associado significativamente com preço e retorno, porém quando a empresa apresentou um diferido negativo seguido de uma lucratividade, houve associação positiva com valor, confirmando nossa hipótese.

Também foi constatado que quando as empresas apresentam prejuízo, o diferido, seja positivo ou negativo, tem relação significativa com o valor. Ou seja, quando há prejuízo e as empresas tem diferido para compensar (ativo fiscal diferido) o mercado reconhece como boa notícia. Por outro lado, nesta mesma situação de prejuízo, seguido de um passivo fiscal diferido, o mercado parece entender esta

notícia como desfavorável, pois além de apresentar prejuízo há postergação de impostos para pagamento futuro.

Já na regressão de retorno, verificou-se que quando as empresas apresentaram variação no diferido (positiva ou negativa) seguida de lucratividade, não ocorreu significância com Retorno. Porém quando as firmas apresentaram prejuízo seguido de variação positiva do diferido (ΔIRD_t^+ prejuízo), o mercado aparentemente entende que as empresas não deduzirão o total de ativos fiscais diferidos, isto é, nas variações positivas de IRD para empresas com prejuízo, considera-se que diminui o potencial de recuperação de impostos futuros. Nesta mesma situação de prejuízo seguido por uma variação negativa do diferido (ΔIRD_t^- prejuízo) também houve resposta do mercado mas no sentido positivo, sinalizando que em razão das variações negativas de IRD esperam-se retorno futuro positivo, pois significa que a empresa reconhece mais IRD negativo e, para isso, tem que esperar lucros futuros.

Sugere-se que novos estudos analisem o diferimento tributário ou o total do imposto de renda e contribuição social levando em consideração os prejuízos fiscais das empresas brasileiras de forma a verificar o comportamento destes em situação de lucros e prejuízos bem como a reação do mercado pela não compensação deste, considerando também a projeção dos analistas.

REFERÊNCIAS

- AMIR, Eli; KIRSCHENHEITER, Michael; WILLARD, Kristen. The Valuation of Deferred Taxes*. **Contemporary Accounting Research**, v. 14, n. 4, p. 597-622, 1997.
- AYERS, Benjamin C. Deferred tax accounting under SFAS No. 109: An empirical investigation of its incremental value-relevance relative to APB No. 11. **Accounting Review**, p. 195-212, 1998
- CARVALHO, Valdemir Galvão; PAULO, Edilson; TAVARES, Adilson De Lima. Gerenciamento tributário: proxies utilizadas pelas pesquisas no período 2000 a 2012. **Registro Contábil**, v. 5, n. 3, p. 1-19, 2014.
- CHANG, Cheryl; HERBOHN, Kathleen; TUTTICCI, Irene. Market's perception of deferred tax accruals. **Accounting & Finance**, v. 49, n. 4, p. 645-673, 2009.
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 32: **Tributos Sobre o Lucro**. Brasília, 17 de julho de 2009.
- DIEHL, Kevin A. How deferred tax assets and liabilities influence US stock prices. **Applied Economics: Systematic Research**, n. 4.2, p. 83-94, 2015.
- DHALIWAL, Dan S.; TREZEVANT, Robert H.; WILKINS, Michael S. Tests of a Deferred Tax Explanation of the Negative Association between the LIFO Reserve and Firm Value*. **Contemporary Accounting Research**, v. 17, n. 1, p. 41-59, 2000.
- FERREIRA, Felipe Ramos et al. Book-tax Differences e Gerenciamento de Resultados no Mercado de Ações do Brasil/Book-Tax Difference and earnings management: Evidence in the Brazilian Equity Market/Book-Tax Differences Y Gestión de Resultados En El Mercado de Acciones de Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 5, p. 488, 2012.
- FORMIGONI, Henrique; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; PAULO, Edilson. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **BBR Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.
- GALDI, Fernando Caio. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?**. 2008. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- GAO, Zhan; GIVOLY, Dan; LAUX, Rick. Assessing the Relation between Taxes and Stock Returns: The Critical Role of Choosing the Tax Variable. 2015
- GONCHAROV, Igor; ZIMMERMANN, Jochen. Earnings management when incentives compete: the role of tax accounting in Russia. **Journal of International Accounting Research**, v. 5, n. 1, p. 41-65, 2006.
- GUENTHER, David A.; SANSING, Richard C. Valuation of the firm in the presence of temporary book-tax differences: The role of deferred tax assets and liabilities. **The Accounting Review**, v. 75, n. 1, p. 1-12, 2000
- HANLON, Michelle; HEITZMAN, Shane. A review of tax research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 127-178, 2010.

- HANLON, Michelle; LAPLANTE, Stacie Kelley; SHEVLIN, Terry J. Evidence on the possible information loss of conforming book income and taxable income. **Available at SSRN 686402**, 2005.
- HENRY, Erin. The Information Content of Tax Expense: A Firm-and Market-Level Return Decomposition. In: **2014 JATA Conference**. 2014
- INGER, Kerry K. Relative valuation of alternative methods of tax avoidance. **The Journal of the American Taxation Association**, v. 36, n. 1, p. 27-55, 2013.
- JACKSON, Mark. Book-Tax Differences and Future Earnings Changes. **The Journal of the American Taxation Association**, v. 37, n. 2, p. 49-73, 2015.
- KUBOTA, Keiichi; TAKEHARA, Hitoshi. Effects of Tax Rate Cut on Firms' Profitability and Valuation: A Micro Foundations Approach. **Proceedings of the Northeast Business & Economics Association**, 2010.
- LAUX, Rick C. The association between deferred tax assets and liabilities and future tax payments. **The Accounting Review**, v. 88, n. 4, p. 1357-1383, 2013.
- LEV, Baruch; NISSIM, Doron. Taxable income, future earnings, and equity values. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 1039-1074, 2004.
- LIMA JUNIOR, HEITOR DE SOUZA. **A study of pricing anomalies in the Brazilian stock market using the four-factor pricing model**. Dissertação [Mestrado em Engenharia da Produção]. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – 2003
- LIPE, Robert C. The information contained in the components of earnings. **Journal of Accounting Research**, p. 37-64, 1986.
- MARTINEZ, Antonio Lopo; BASSATI, Marcio **Ciclo de Vida das Empresas, Book-Tax Differences e a Persistência nos Lucros**. XV Congresso USP de Controladoria, 2014
- MARTINEZ, Antonio Lopo; PASSAMANI, Renato Rovetta. Book-tax differences e sua relevância informacional no mercado de capitais no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 2, p. 20, 2014
- MILLER, Gregory S.; SKINNER, Douglas J. Determinants of the valuation allowance for deferred tax assets under SFAS No. 109. **Accounting Review**, p. 213-233, 1998
- OHLSON, James A.; PENMAN, Stephen H. Disaggregated accounting data as explanatory variables for returns. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 7, n. 4, p. 553-573, 1992.
- PHILLIPS, John; PINCUS, Morton; REGO, Sonja O. Earnings management: new evidence based on deferred tax expense. **The Accounting Review**. v. 78, n. 2, apr. 2003. p. 491-521
- PORCANO, Thomas M.; SHALL, D. M. A comparative analysis of capital gains-taking. **Advances in Taxation**, v. 9, p. 137-152, 1997.
- SHACKELFORD, D. A.; SHEVLIN, T. Empirical tax research in accounting. **Journal of Accounting and Economics** 2001, n. 31(1-3), p. 321-387
- SHEVLIN, Terry. Research in taxation. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 427-441, 1999.
- SÖZBİLİR, Halim; KULA, Veysel; BAYKUT, Lecturer Ender. A Research on Deferred Taxes: A Case Study of BIST Listed Banks in Turkey

TANG, Tanya YH. Book-Tax Differences, a Proxy for Earnings Management and Tax Management-Empirical Evidence from China. **Available at SSRN 872389**, 2005.

TANG, Tanya; FIRTH, Michael. Can book–tax differences capture earnings management and tax management? Empirical evidence from China. **The International Journal of Accounting**, v. 46, n. 2, p. 175-204, 2011.

THOMAS, Jacob; ZHANG, Frank X. Tax expense momentum. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 3, p. 791-821, 2010

_____. Valuation of tax expense. **Review of Accounting Studies**, v. 19, n. 4, p. 1436-1467, 2014

WHITE, Scott David. Deferred Tax Assets and Credit Risk. 2014.