



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

ALESSANDRA VIEIRA CUNHA MARQUES

**RELEVÂNCIA DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DAS *BOOK-TAX*
DIFFERENCES: evidências de países membros da América Latina**

**UBERLÂNDIA - MG
2014**

ALESSANDRA VIEIRA CUNHA MARQUES

**RELEVÂNCIA DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DAS BOOK-TAX
DIFFERENCES: evidências de países membros da América Latina**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciências Contábeis, da Faculdade de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientação: Prof^a Dr^a Patrícia de Souza Costa

**UBERLÂNDIA - MG
2014**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

357r M Marques, Alessandra Vieira Cunha, 1983-
Relevância do conteúdo informacional das book-tax differences :
2 evidências de países membros da América Latina / Alessandra Vieira
014 Cunha Marques. - 2014.
145 f. : il.

Orientadora: Patrícia Oliveira Costa.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.
Inclui bibliografia.

1. Contabilidade - Teses. 2. Lucros - Teses. 3. Contabilidade
financeira - Teses. 4. - Teses. I. Costa, Patrícia Oliveira, 1981-. II.
Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis. III. Título.

CDU: 657

ALESSANDRA VIEIRA CUNHA MARQUES

**RELEVÂNCIA DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DAS BOOK-TAX
DIFFERENCES: evidências de países membros da América Latina**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito para a obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Uberlândia, 16 de dezembro de 2014

Banca Examinadora:

Prof^a Dr^a Patrícia de Souza Costa
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Pablo Rogers
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Sílvio Hiroshi Nakao
Universidade de São Paulo – Ribeirão Preto

AGRADECIMENTOS

Este capítulo de agradecimentos, hoje, compõe parte não somente da minha dissertação, mas da minha história de vida. História de um processo de crescimento e amadurecimento, meu mestrado, que consegui vencer, sobretudo, graças à presença constante de DEUS ao meu lado, que se materializa na forma de uma dissertação. “A minha dissertação”, que para mim e as pessoas que me amam será sempre a mais bela dissertação que alguém já escreveu.

Às pessoas que nesse espaço dedico meus agradecimentos são aquelas que de alguma forma fizeram e/ou fazem parte da minha vida, e as quais eu amo. Amores estes que não foram construídos com belas palavras, nem com intenções, mas com ações e gestos tão simples e tão verdadeiros. A essas pessoas eu permito simplesmente ser e não apenas oferecer.

Àquele que é autor dessa obra junto comigo “DEUS”, que está além da compreensão humana, mas mesmo que eu não saiba como explicar invade minha existência de luz e paz. Por meio dele que a vida acontece, graças a ele que minha vida aconteceu e foi por intermédio dele que tantas coisas boas aconteceram e acontecem na minha vida.

À minha mãe Joana, meu exemplo de ternura e de amor incondicional, que me defende como leoa, que vibrou com meus primeiros passinhos e hoje se enche de orgulho com cada passo que dou, pra ela não importa o resultado final, o que importa é a minha felicidade. A meu pai Lázaro, meu exemplo de simplicidade e sabedoria, ensinou-me que o amor não se expressa em palavras, intenções, mas que o amor está no que ele é capaz de gerar.

Ao amor da minha vida, meu marido Anderson, que sempre me incentivou nos períodos de desmotivação. Que me estimula sempre a dar voos mais altos, tendo confiança em mim mais do que eu mesma. Que está sempre do meu lado com gestos de amor e de cumplicidade. Meu amor, obrigada por me possibilitar viver dias tão maravilhosos do seu lado.

Aos meus irmãos Fernando e Florentina, sempre com uma palavra amiga e com um sorriso no rosto, e que me deram quatro sobrinhos lindos (Henrique, João Guilherme, Matheus e Marcelo) que enchem meus dias de alegria. Os quatro homens que, além de serem os mais lindos do mundo, me dão o amor mais puro de todos: o amor de uma criança.

À minha orientadora Professora Dra. Patrícia, agradeço pelas muitas horas de trabalho, discussões e reflexões. Esta dissertação é resultado da nossa parceria e amizade. Sua

dedicação e comprometimento com o estudo e a pesquisa em contabilidade me inspiram a prosseguir na carreira acadêmica.

Aos colegas da 1ª Turma do Mestrado FACIC pelas frutíferas discussões acadêmicas. Em especial, Camilla Soueneta, Cassius Klay, Fláida Emine, Mônica Ferreira, Reiner Botinha e Samuel Mamede, muito obrigada por toda motivação, inspiração, apoio e paciência durante esta jornada. À minha amiga-irmã Mônica agradeço pela convivência, apoio e incentivo, principalmente nos momentos mais difíceis dessa caminhada. Inicialmente era apenas um olhar de colegas de mestrado, mas depois com seu jeitinho meigo se tornou uma grande amiga, uma amiga-irmã. Amizade essa que quero preservar a minha vida toda.

Gostaria de agradecer também aos meus professores do mestrado, Dra. Sirlei, Dr. Ilírio, Dr. Gilberto, Dr. Pablo, Dr. Marcelo, Dr. Rodrigo e Dra. Edvalda, que em momentos e de formas diferentes contribuíram para a minha formação acadêmica e profissional.

Agradeço aos Prof. Dr. Pablo Rogers e Prof. Dr. Sílvio Hiroshi Nakao que gentilmente aceitaram o convite para serem membros da minha banca de qualificação e da minha banca de defesa. Meus sinceros agradecimentos pelas valiosas contribuições para essa pesquisa.

Ao Prof. Dr. Pablo Rogers, meus eternos agradecimentos pelos ensinamentos e comentários, os quais contribuíram para a evolução da minha pesquisa.

À FACIC/UFU pelo suporte e ambiente para realização das aulas e das pesquisas. Meus francos agradecimentos aos servidores e funcionários da FACIC/UFU, em especial os amigos (as) Danilo, Laila, Lenir e Alana pelos incentivos e conversas durante esse período. À CAPES pela bolsa de mestrado que foi essencial para concretização do curso de mestrado.

*"O Conhecimento é orgulhoso
por ter aprendido tanto;
A sabedoria é humilde
por não saber demais".*

(William Cowper)

RESUMO

O objetivo da presente pesquisa é investigar se os tipos das *book- tax differences* são úteis na previsão de resultados futuros e nos retornos das ações das companhias abertas de cinco países da América Latina. Isso é possível, uma vez que, essas diferenças trazem informações sobre os componentes transitórios dos resultados e dos fluxos de caixas futuros das empresas, que podem ser utilizados pelos investidores para previsão de resultados futuros e nas decisões quanto aos retornos dos preços das ações. Todavia, pouco se sabe sobre a relação entre variáveis fiscais e os rendimentos das empresas. A amostra é composta por 580 companhias abertas de cinco países (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) membros da América Latina com dados disponíveis na base de dados Economática® no período de 2002 a 2013. Em termos metodológicos utiliza-se regressões para buscar a associação entre os tipos (total, permanente, temporária e as variações positivas e negativas) das BTD com os lucros correntes e futuros por ação e com os retornos dos preços das ações das empresas, além de algumas variáveis de controle sugeridas pela literatura prévia. Os coeficientes do modelo foram estimados pelas técnicas de dados em painel: *fixed effects*, *random effects* e *pooled*. Os resultados obtidos sugerem que as informações apreendidas nos tipos de *book- tax differences* (total, permanente, temporária, variações positivas e negativas) são relevantes para a previsão de resultados futuros. As diferenças totais, permanentes e temporárias contribuem para as incertezas na previsão dos resultados futuros, visto que, os resultados são mais transitórios e menos persistentes em anos com maiores *book- tax differences*. As variações negativas e positivas, ao contrário, sinalizam maiores resultados vindouros em anos seguintes a maiores variações nas *book- tax differences*, representando maior tempestividade dos resultados e redução no financiamento fora do balanço das companhias abertas de tais países. Para os retornos das ações, sugere-se que os tipos de BTD pesquisados afetam os retornos dos preços das ações das companhias abertas componentes da presente pesquisa. Logo, esses resultados são condizentes com as pesquisas prévias (HANLON, 2005, TANG, 2006; AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010) de que os tipos de BTD contribuem para as incertezas na previsão dos resultados futuros e as variações negativas nas BTD para menores retornos das ações. E contrários a essas pesquisas, visto que, as maiores magnitudes dos tipos de BTD (total, permanente, temporária e variações positivas) resultam em maiores retornos das ações.

Palavras – chave: *Book-Tax Differences*. Relevância dos Números Contábeis. América Latina.

ABSTRACT

This present research aims at investigating whether the types of book-tax differences are useful to future income prediction and to stock returns of joint-stock companies from five countries in Latin America. This is possible, once, these differences bring information about transitory components of income and future cash flow of companies, which can be used by investors for future income prediction and for decisions related to stock prices returns. However, there's little knowledge about the relation between fiscal variables and companies' returns. The sample is compounded by 580 joint-stock companies of five countries (Argentina, Brazil, Chile, Mexico, and Peru) members of Latin America with available data in Economática® data base in the period of 2002 to 2013. In methodological terms, regressions are employed in order to seek an association among the types (total, permanent, temporary and the negative and positive variations) of BTD with actual and future profits per share and stock prices returns of companies, besides some control variables suggested by previous literature. The model's coefficients were estimated through data panel techniques: fixed effects, random effects and pooled. The obtained results suggest that the apprehended information in the types of book-tax differences (total, permanent, temporary, positive and negative variations) are relevant to future income prediction. Total, permanent and temporary differences contribute to uncertainties in future income prediction, whereas, the returns are more transitory and less persistent in years which present higher book-tax differences. The positive and negative variation, on the opposite, indicate higher future income in following years of deeper variations in book-tax differences, representing higher opportune of returns and reduction in financing out of the joint-stock companies' balance sheets from the alluded countries. For stocks returns, it's suggested that the searched types of BTD affect the stock prices returns of joint-stock companies which compose this research. Thus, these results are consonant with previous research (HANLON, 2005, TANG, 2006; AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010), that the types of BTD contribute to uncertainties in future income prediction and negative variations in BTD to lower stock stocks returns. And contrary to these researches, since, the higher magnitude of the BTD types (total, permanent, temporary and positive variation) results in higher stocks returns.

Keywords: *Book-Tax Differences. Value Relevance of Accounting Numbers. América Latina.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1- Divisão de BTD	24
Figura 2 - Sequência de testes para escolha do modelo de dados em painel.....	40
Quadro 1- Resumo das hipóteses da pesquisa	29
Quadro 2 - Países membros América Latina e adoção às IFRS	31
Quadro 3 - Processo de formação da amostra de companhias abertas por país	32
Quadro 4 - Descrição das variáveis dos Modelos.....	37
Quadro 5 - Resumo das variáveis e hipóteses da pesquisa.....	38
Quadro 6 – Síntese relação entre hipóteses, variáveis, sinais esperados e resultados dos parâmetros	69
Quadro 7 - Resumo dos Resultados das Hipóteses de Pesquisa para os Modelos dos Retornos das Ações – América Latina.....	89
Gráfico 1- Médias de Variações nas BTB nos Períodos de 2003 a 2012.....	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Número de Observações para BTB Abrangidas na Amostra ao Longo dos Anos...	42
Tabela 2– Estatística Descritiva das Variáveis Contínuas	43
Tabela 3– Proporção das variáveis binárias	46
Tabela 4 – Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTB Total para a América Latina	47
Tabela 5- Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTB Permanente e Temporária para a América Latina	49
Tabela 6 - Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Retorno das Ações e BTB Total para a América Latina.....	50
Tabela 7 - Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Retorno das Ações e BTB Temporária e Permanente para a América Latina	51
Tabela 8 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman	53
Tabela 9 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTB Total.....	54
Tabela 10 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e o Tipo de BTB Total – Por País	58
Tabela 11 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman	59
Tabela 12 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e os Tipos de BTB Temporária e Permanente.....	60
Tabela 13 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTB Temporária e Permanente – Por País	64
Tabela 14 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman	65
Tabela 15 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e os Tipos de BTB Positiva e Negativa	66
Tabela 16 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTB Positiva e Negativa – Por país.....	70
Tabela 17- Resumo dos Resultados dos Tipos de BTB para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros	71
Tabela 18 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman	72
Tabela 19 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e o Tipo de BTB Total – Para a América Latina	74
Tabela 20 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e BTB Total – Por País.....	77

Tabela 21 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman	78
Tabela 22 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e as BTD Temporária e Permanente – América Latina	79
Tabela 23 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e BTD Temporária e Permanente – Por país	82
Tabela 24 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman	83
Tabela 25 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e BTD Positivas e Negativas – América Latina	84
Tabela 26 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e os Tipos de BTD Positiva e Negativa – Por País	88
Tabela 27 - Resumo dos Resultados das Regressões para os Modelos de Retornos das Ações e os dos Tipos de BTD	89

LISTA DE ABREVIATURAS E DE SIGLAS

AT -	Ativo total
BTD -	<i>Book-tax differences</i>
CFF -	Conformidade financeira e fiscal
CPC -	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
BTDP -	Diferença permanente entre o lucro contábil e lucro tributável
BTD -	Diferença total entre o lucro contábil e lucro tributável
BTDE -	Diferença temporária entre o lucro contábil e lucro tributável
GAAPs -	<i>Generally accepted accounting principles</i>
IASB -	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS -	<i>International financial reporting standards</i>
IMOB -	Imobilizado bruto
LAIR -	Lucro antes do imposto de renda
LC -	Lucro contábil
LM -	Teste de <i>Lagrange Multiplier</i>
LT -	Lucro tributável
MQO -	Mínimos quadrados ordinários
PIB -	Produto interno bruto
PL -	Patrimônio líquido
POLS -	<i>Pooled independent cross-sections</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Contextualização e Objetivo da Pesquisa	10
1.2	Justificativas e Contribuições Esperadas	13
1.3	Organização do Trabalho	14
2	PLATAFORMA TEÓRICA E HIPÓTESES	16
2.1	<i>As Book-Tax Differences</i>	16
2.2	Relevância do Conteúdo Informacional dos Números Contábeis.....	20
2.2.1	Tipos das <i>Book-Tax Differences</i>	23
2.3	Resumo das Hipóteses da Pesquisa.....	29
3	METODOLOGIA	31
3.1	Parâmetros de Seleção da Amostra e Coleta de Dados.....	31
3.2	Modelos Empíricos de Cálculo das <i>Book- Tax Differences</i>	33
3.3	Modelos de Cálculo Para Previsão de Resultados Futuros	34
3.4	Modelos de Cálculo para os Retornos dos Preços das Ações	35
3.5	Testes Econométricos.....	38
3.6	Variáveis de Controle.....	40
4	RESULTADOS.....	42
4.1	Estatística Descritiva.....	42
4.2	Análise Bivariada	47
4.3	Resultados para o Modelo para Previsão de Resultados Futuros.....	53
4.3.1	Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados futuros e BTD total.....	53
4.3.2	Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados futuros e BTD Temporária e Permanente	59
4.3.3	Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e os Tipos de BTD Positivas e Negativas.....	65
4.4	Resultados para o Modelo de Cálculo do Retorno das Ações	72
4.4.1	Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e a BTD Total.....	72
4.4.2	Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e as BTD Permanente e Temporária	78
4.4.3	Resultados para as variações Positivas e Negativas nas BTD e o Retorno das Ações ...	83
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	91
5.1	Conclusões	91

5.2	Limitações da Pesquisa	93
5.3	Sugestões para Pesquisas Futuras	94
6	REFERÊNCIAS	96
7	APÊNDICES.....	101

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Objetivo da Pesquisa

As informações apreendidas nas diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável, termo em inglês *book-tax differences* (BTD), podem ser úteis para os investidores, analistas e credores preverem os resultados futuros das empresas (LEV; NISSIN, 2004; HANLON, 2005; TANG, 2006) e o retorno das ações (TANG, 2006). Essa utilidade pode ser explicada pelo fato de que as BTD podem fornecer informações adicionais sobre os componentes transitórios dos lucros atuais e dos fluxos de caixas futuros das empresas. Todavia, essa utilidade é questionada, visto que as informações fiscais são complexas, incompletas e despadronizadas (WEBER, 2009).

Essas informações fiscais adicionais estão apreendidas, por exemplo, nos impostos diferidos que revelam a possibilidade de reversão nos impostos correntes com impacto no caixa da empresa. Podem ser verificadas também nas diferenças temporárias que geram ativos e passivos fiscais diferidos com reversão no resultado vindouro da empresa e, conseqüentemente, refletindo nos resultados futuros. Ou seja, os agentes econômicos têm informações fiscais reportadas nas demonstrações financeiras que podem contribuir na avaliação das empresas.

A utilidade das informações contidas nas diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável para os agentes econômicos pode ser demonstrada com a associação entre BTD e a previsão de lucros futuros e o retorno das ações. De maneira geral, quanto maiores as diferenças entre o resultado contábil e o resultado tributário, menores os preços das ações e as estimativas de resultados futuros (TANG, 2006). Essa relação negativa se justifica pelo fato de que maiores magnitudes das BTD significam que os lucros atuais são mais transitórios e menos persistentes, informando piores desempenhos nos próximos anos (TANG, 2006).

Em muitas jurisdições as informações apreendidas nas BTD são mais relevantes do que o próprio valor do lucro reportado (TANG, 2006). Essa importância dada para as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributário pode se explicar pelo fato de que elas oferecem informações sobre a qualidade dos lucros reportados, tais como persistência, agressividade da gestão, *value relevance* e conservadorismo contábil (HANLON, 2005; HELTZER, 2009; BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Sendo assim, as BTD podem ser úteis para os participantes do mercado na avaliação da qualidade dos ganhos reportados.

As implicações das BTDS sobre os lucros futuros e sobre os retornos das ações variam de acordo com os tipos de diferença entre o resultado contábil e o resultado tributável (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). As BTDS temporárias trazem informações sobre a persistência dos lucros das empresas e sobre gerenciamento de resultados (HANLON, 2005), as BTDS permanentes, por sua vez, são adequadas para captar relatórios financeiros e fiscais agressivos (gerenciamento do lucro contábil para cima e do lucro tributável para baixo) (FRANK; LYNCH; REGO, 2009). E as mudanças (positivas e negativas) nas magnitudes das BTDS evidenciam o nível de conservadorismo condicional e incondicional presente nas demonstrações contábeis (HELTZER, 2009).

Como a análise segregada de cada tipo de BTDS podem trazer o detalhamento de atributos da qualidade da informação contábil para os agentes econômicos, ela se torna mais eficiente do que a simples análise das BTDS totais (TANG, 2006). Quando os investidores analisam as BTDS temporárias, que dão origem aos impostos diferidos, eles conseguem prever o fluxo de caixa futuro da empresa, que são métricas úteis para a determinação dos preços das ações (TANG, 2006). Como os impostos diferidos podem afetar o pagamento de impostos correntes no futuro próximo, poderão reduzir os fluxos de caixa da companhia.

Da mesma forma, as BTDS permanentes, afetam o imposto de renda e, conseqüentemente, o lucro após os tributos sobre a renda. O lucro atual é uma das variáveis observadas pelos investidores na estimação de resultados futuros, portanto, quanto maior as diferenças permanentes, maiores serão os impostos correntes sobre o lucro e menor a expectativa do investidor quanto aos resultados futuros (HANLON, 2005).

As diferenças permanentes geram incertezas no investidor, porque são receitas não tributáveis e despesas não dedutíveis que variam de acordo com os diferentes objetivos institucionais e precisam da validação do fisco (TANG, 2006). Portanto, empresas com elevadas BTDS permanentes podem levar os investidores a questionarem os resultados futuros da empresa, uma vez que, o fisco pode desconsiderar esses elementos que dão origem a esse tipo de BTDS.

Outra interpretação possível para as BTDS refere-se ao aumento ou diminuição das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável de um ano para o outro. O aumento ou redução das BTDS pode ser resultado de mudanças na forma como os gestores usam seu poder discricionário na aplicação das normas contábeis (HANLON, 2005). Os administradores podem transmitir informações agressivas sobre o desempenho da empresa sem incorrer no aumento dos impostos pagos (ATWOOD; DRAKE; MYRES, 2010). Logo, grandes magnitudes de BTDS positivas (quando o lucro contábil é maior do que o lucro tributável) e

negativas (quando o lucro tributável é maior do que o lucro contábil) podem revelar uma redução na qualidade da informação contábil reportada e, conseqüentemente, afetar o preço das ações.

Todavia, essas associações entre os tipos de BTB e a previsão de rendimentos vindouros e o preço das ações não podem ser tidas como regras universais. Visto que, as diferenças entre os sistemas jurídicos, a demanda por informações contábeis, as diferenças de proteção legal para os acionistas externos e as diferenças no grau de conformidade financeira e fiscal podem impactar nas escolhas contábeis dos gestores (GUENTHER; YOUNG, 2000). Em cenários com menor conformidade financeira e fiscal, ou seja, países em que as normas contábeis e regras fiscais são distintas, verifica-se maiores magnitudes de BTB (HANLON, 2005). Já em cenários com maior conformidade financeira e fiscal, ou seja, países em que as normas contábeis e regras fiscais são alinhadas há menores magnitudes de BTB. Logo, os tipos de BTB podem ter utilidades diferentes para os investidores de cada país.

A teoria institucional preconiza que as empresas tendem a adotar práticas institucionalizadas na sociedade, com o intuito de aumentar sua legitimidade no mercado em que atua, sem levar em consideração se as normas contábeis são ou não mais adequadas (MEYER; ROWAN, 1977). Portanto, os tipos de BTB que são relevantes, por exemplo, para os investidores estimarem os resultados futuros das empresas dos Estados Unidos podem não ser os mesmos para as companhias brasileiras. Isso pode ser resultado das práticas contábeis adotadas, cultura de investidores, sistema político do país, dentre outros atributos.

Em alguns trabalhos (HANLON, 2005; YOON, 2008) é abordada a utilidade das BTB para o investidor, e mais da metade dessas pesquisas foram realizadas com dados de empresas americanas (MARQUES et al., 2014). No contexto dos Estados Unidos, Reino Unido, Austrália, dentre outros, as BTB mantêm forte relação com a previsão de resultados futuros e o retorno das ações (BALL et al., 2001). Ao contrário de países com maior conformidade financeira e fiscal, como por exemplo, os países da América Latina, em que as informações contábeis provavelmente serão menos relevantes para os usuários externos (YOON, 2008). Portanto, as BTB podem afetar os preços das ações e a previsão de retornos futuros de forma diferente, dependendo das características institucionais de cada jurisdição.

Desse modo, na conjuntura dos países da América Latina, conhecidos pelo alto nível de conformidade financeira e fiscal e mercado de capitais em desenvolvimento (LA-PORTA; DE-SILANES; SHLEIFER, 2008), pode-se encontrar resultados diferentes, para a utilidade das BTB, dos achados com empresas americanas. Diante do contexto apresentado, este estudo se propõe a responder a seguinte questão de pesquisa: **os tipos das *book-tax differences* são**

significativos na previsão de resultados futuros e na análise dos retornos das ações em países da América Latina?

Sendo assim, a presente pesquisa investiga se os investidores no mercado acionário da América Latina utilizam as BTB nas decisões quanto à previsão de resultados futuros e ao retorno das ações. Para tanto, foram testadas as associações entre os tipos das BTB (total, temporária, permanente, positiva e negativa) com a previsibilidade de rendimentos futuros e com os retornos dos preços das ações das companhias abertas de países da América Latina.

1.2 Justificativas e Contribuições Esperadas

Investiga-se, em uma única pesquisa, alguns tipos de BTB (temporária, permanente, total, positiva e negativa), o que permite identificar quais delas são relevantes para os investidores estimarem os resultados futuros e os retornos das ações. Analisa-se, também, a utilidade dos tipos das BTB (temporária, permanente, total, positiva e negativa) em cinco países latino-americanos- Brasil, Argentina, Chile, México e Peru- no período de 2004 a 2013. Esses países têm economia em desenvolvimento e características institucionais específicas, tais como contabilidade influenciada indiretamente pelo governo e, fraca proteção ao investidor (LA-PORTA; DE-SILANES; SHLEIFER, 2008).

Os números fiscais contidos nas demonstrações contábeis fornecem informações adicionais sobre a qualidade dos ganhos para os usuários externos (HALON, 2005; YOON, 2008), todavia, pouco se sabe sobre a associação dos tipos de BTB com a previsão de resultados futuros (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012) e o retorno das ações (TANG, 2006). A expectativa dos agentes econômicos quanto aos lucros futuros das empresas variam de acordo com os tipos informações tributárias reportadas (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Além disso, essas expectativas influenciam nos retornos correntes das ações (TANG, 2006).

Para tanto, utiliza-se o modelo de Tang (2006) para testar a associação dos tipos de BTB com a previsão de resultados futuros e com os retornos dos preços das ações das empresas de países da América Latina. Tang (2006) testou a associação dos tipos de BTB total, normal e anormal com os resultados futuros e os retornos das ações. Nessa pesquisa, o modelo de Tang (2006) foi modificado com a substituição dos tipos de BTB total, para os tipos de BTB total, permanente, temporária, positiva e negativa. Além disso, foram incluídas variáveis de controle indicadas pela literatura.

Os resultados desse estudo podem ser úteis para várias partes. Primeiro, ele pode contribuir com a literatura sobre BTB, fornecendo evidências internacionais sobre as implicações das diferenças entre as normas contábeis e as regras fiscais na utilidade das demonstrações contábeis para os investidores em múltiplas economias em desenvolvimento. Essa é a primeira pesquisa que se tem conhecimento, até o momento, que busca a relevância dos tipos de BTB para a previsão de resultados futuros e retorno dos preços das ações no ambiente da América Latina. Além disso, estende as pesquisas anteriores (HANLON, 2005; TANG, 2006; TANG, 2014), fornecendo evidências de quais os tipos de BTB afetam as previsões de resultados futuros e os retornos dos preços das ações em alguns países da América Latina.

Ao demonstrar quais os tipos de BTB estão associados ao retorno das ações e a expectativa de resultados futuros, eles podem auxiliar os gestores na formulação de estratégias que busquem o aumento do valor de mercado da empresa e a melhora da imagem junto aos agentes econômicos. Visto que na medida em que demonstra quais os componentes das BTB podem ser úteis para a tomada de decisão, auxilia os agentes econômicos em suas decisões sobre compra e venda de ações das empresas. Além disso, partindo do pressuposto de que as BTB trazem informações sobre a qualidade dos ganhos, os investidores nas empresas de países da América Latina poderiam melhorar suas próprias expectativas em relação aos rendimentos vindouros com uma análise mais completa das informações contidas nas BTB.

1.3 Organização do Trabalho

A presente pesquisa está estruturada em cinco capítulos, incluindo esta introdução. No primeiro capítulo, é abordada a contextualização e objetivo da pesquisa, as justificativas e contribuições esperadas, e a estrutura da pesquisa.

O capítulo dois contempla a plataforma teórica, aborda as principais fundamentações e correntes teóricas sobre relevância do conteúdo informacional dos números contábeis, *book-tax differences*, tipos das *book-tax differences* e resumo das hipóteses da pesquisa.

No capítulo três, apresenta-se a metodologia utilizada, abordando os parâmetros para seleção da amostra e coleta de dados, os procedimentos dos tratamentos das variáveis, os testes e modelos econométricos utilizados.

Já no capítulo 4, são apresentados os resultados, análises e discussões. São apresentadas as estatísticas descritivas, análise bivariada, e os resultados para os modelos de

previsão de resultados futuros e retorno das ações. Nessa seção serão evidenciadas as validades das hipóteses propostas.

No capítulo cinco são exibidas as conclusões da pesquisa, demonstrando as implicações dos resultados em âmbito teórico e na prática para o mercado de capitais. As hipóteses são comentadas e finaliza-se com limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 PLATAFORMA TEÓRICA E HIPÓTESES

Este capítulo está estruturado em duas partes: i) apresentação dos conceitos de *book-tax differences* e seu impacto sobre a informação contábil; ii) discussão sobre a relevância do conteúdo informacional contido em *book-tax differences*; iii) exibição dos tipos das *book-tax differences*: total, permanente, temporária, positiva e negativa, bem como a relação dos tipos de BTD com a previsão de resultados futuros e retornos das ações.

2.1 As *Book-Tax Differences*

As *book-tax differences* são definidas como as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável. De acordo com Shackelford, Slemrod e Sallee (2011), o resultado contábil pode diferir do resultado tributável pelo menos por três razões: primeiro, por causa dos diferentes propósitos das duas formas de apuração de resultados; uma de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP's)¹ com o objetivo de reduzir a assimetria de informação; e a outra destinada ao cálculo do lucro tributável, obedecendo às regras fiscais.

O sistema de contabilidade financeira se destina a fornecer informações contábeis úteis aos usuários para as decisões de alocação de recursos, enquanto que as regras tributárias são criadas com o objetivo de arrecadação de tributos (WEBER, 2009). Esses objetivos diferentes levam à criação de regras distintas para o registro do mesmo evento econômico em momentos diferentes ou o reconhecimento em apenas um dos dois sistemas. Logo, as BTD podem surgir simplesmente da aplicação imparcial de dois conjuntos díspares de normas de informação criados para atender objetivos dessemelhantes.

A ligação entre as normas contábeis e as regras fiscais determina o nível de vinculação da contabilidade societária² à contabilidade tributária³ (HANLON; LAPLANTE; SHEVLIN, 2005). Consequentemente, quanto maior o nível de conformidade financeira e fiscal (CFF)⁴, menor a diferença entre o lucro contábil reportado nas demonstrações financeiras e o lucro tributável declarado ao fisco. Logo, quanto menor o nível de CFF, maior as BTD.

¹ Os termos 'princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP'S)', 'normas contábeis' e 'padrões contábeis' são usados como sinônimos na presente pesquisa.

² É sinônimo do termo 'contabilidade societária' a expressão 'contabilidade financeira'.

³ Nesse estudo, a expressão 'contabilidade tributária' é sinônimo do termo 'contabilidade fiscal'.

⁴ Termos sinônimos de conformidade financeira e fiscal usados nessa pesquisa: alinhamento entre o lucro contábil e o lucro tributável, vinculação entre normas contábeis e regras fiscais e influência da legislação fiscal nas normas contábeis. Na língua inglesa usa-se o termo *book-tax conformity*.

Enquanto alguns países permitem maior desvinculação entre as normas contábeis e as regras fiscais, como por exemplo, Estados Unidos da América e Austrália, outros países como Japão e França, exigem a conformidade entre os dois sistemas e consequentemente menores BTB (KVAAL; NOBES, 2013). Portanto, cada jurisdição deve apresentar um comportamento diferente quanto aos níveis das BTB.

Em um sistema de conformidade financeira e fiscal, a contabilidade societária possui duplo papel: fornecer informações fidedignas para os usuários externos tomarem decisões quanto aos investimentos nas companhias abertas e, além disso, calcular o lucro tributável (GONCHAROV; ZIMMERMANN, 2006). Nesse contexto de CFF, o sistema contábil pode desviar-se do que deveria ser seu objetivo, ou seja, fornecer informações úteis para a tomada de decisões dos agentes econômicos, e se tornar um instrumento de apuração do lucro tributável (FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009). Nesses casos, geralmente, os gestores optam pela divulgação de um lucro contábil maior, mesmo incorrendo em maiores despesas tributárias (SHACKELFORD; SHEVLIN, 2001).

A segunda razão pela qual o lucro contábil e o lucro tributário podem ser diferentes é que, enquanto a contabilidade societária registra os fundamentos econômicos de uma transação de forma objetiva e verificável, a contabilidade tributária é projetada para induzir ou recompensar o comportamento do particular (SHACKELFORD; SLEMROD; SALLEE, 2011). Por exemplo, para fins contábeis, o valor do equipamento da empresa é depreciado (uma despesa que reduz o resultado da empresa) a cada período com base nas estimativas de vida útil desse ativo. Para efeitos tributários, o valor do equipamento da empresa é depreciado (dedução do lucro tributável) a cada período de acordo com uma norma legal, sem levar em consideração a real deterioração do bem. Devido a essa determinação legal, a depreciação para efeitos tributários raramente será igual à estimativa de deterioração real do equipamento utilizado para fins societários. Portanto, o resultado contábil e o resultado tributário poderão ser diferentes.

A terceira razão para as BTB é que existem incentivos para enganar ambos os destinatários da informação – os usuários do mercado financeiro e o governo (SHACKELFORD; SLEMROD; SALLEE, 2011). A prática que afeta o lucro reportado às autoridades fiscais, resultando em atividades de evasão fiscal, é denominada de gerenciamento tributário (DESAI, 2005). Essa prática, na maioria das vezes, consiste na manipulação do lucro tributável para baixo (FRANK; LYNCH; REGO, 2009). Logo, as BTB contêm informações úteis sobre a qualidade dos resultados divulgados pelas empresas ao governo.

Essas atitudes oportunistas dos gestores têm o intuito de reduzir a carga tributária das empresas, uma vez que os valores arrecadados ao fisco afetam negativamente o resultado da empresa após os impostos (WALKER; FLEISCHER, 2008; FRANK; LYNCH; REGO, 2009). Diante desse ônus fiscal, os gestores, em uma variedade de operações, tomam decisões sobre resultados contábeis e tributários simultaneamente, e nesses casos, suas decisões são pautadas pelas consequências fiscais de suas deliberações (SHACKELFOR; SHEVLIN, 2001). Portanto, percebe-se que muitas escolhas contábeis dos gestores são afetadas pelos planos fiscais.

O desalinhamento das normas contábeis e das regras fiscais proporciona uma variedade de ferramentas para os gestores manipularem os resultados das empresas divulgados para o mercado financeiro (DESAI, 2005). Como o resultado financeiro e o resultado tributável são frutos da discricionariedade dos administradores, os números contábeis ficam expostos ao oportunismo da gestão, que poderá influenciar favoravelmente os preços das ações da própria empresa e, de outra forma, agir de acordo com seus interesses (SHAVIRO, 2008).

Os custos e os benefícios da CFF não são uma panaceia, uma vez que os pesquisadores não conseguiram chegar a um consenso sobre o impacto de uma maior/menor conformidade entre as normas contábeis e regras fiscais sobre a qualidade das demonstrações financeiras divulgadas. Contudo, esses fatores relatados sobre as origens das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável sugerem que as BTB podem ser utilizadas para avaliar os preços das ações das companhias abertas, bem como prever os seus resultados futuros (WEBER, 2009). Essa relação é possível porque as BTB estão associadas a atributos importantes dos lucros divulgados (TANG, 2006).

Quando há um sistema de CFF, o papel informativo dos demonstrativos financeiros pode ser reduzido, visto que haveria a interferência política sobre as normas contábeis (HANLON; LAPLANTE; SHEVLIN, 2005; HANLON; MAYDEW; SHEVLIN, 2008; HELTZER, 2009; ATWOOD; DRAKE; MYERS, 2010; TANG; FIRTH, 2011). Como as regras apropriadas para fins tributários podem não ser apropriadas para fins financeiros (NAKAO, 2012), em um sistema de maior CFF, a contabilidade pode não refletir a realidade do negócio (YOON, 2008).

O gestor depara-se com um dilema em ambientes de CFF: ele produz relatórios financeiros de acordo com os incentivos tributários, ou escolhe incentivos de mercado financeiro e incorre em tributação mais alta (SHACKELFOR; SHEVLIN, 2001; COSTA, 2012). Argumentos favoráveis à CFF defendem que a maior conformidade limita o

comportamento oportunista da gestão e as autoridades fiscais atuam junto às empresas como monitores adicionais dos números divulgados, tornando os resultados das empresas mais confiáveis (DESAI, 2005; WHITAKER, 2006; CHAN; LI; MO, 2010).

Em contrapartida, quando os padrões contábeis e as regras fiscais não estão em conformidade, os gestores têm flexibilidade para elaboração dos relatórios financeiros, podendo transmitir informações fidedignas sobre a situação econômica e financeira de uma empresa (TANG, 2014). Todavia nesse contexto, os administradores não são limitados pelas regras fiscais e tendem a se envolver em maior descumprimento fiscal e em gerenciamento de resultados (CHAN; LI; MO, 2010). Esse comportamento pode comprometer a qualidade dos resultados das empresas.

Diante do exposto, percebe-se que as diferenças entre o resultado contábil e o resultado tributário podem afetar a qualidade informacional das demonstrações financeiras. Entre os indicadores de qualidade dos resultados das empresas, a *value relevance*, a persistência de resultados, o conservadorismo condicional e a suavização de resultados são *proxies* capazes de distinguir as peculiaridades da contabilidade societária da contabilidade tributária (ALMEIDA et al., 2012; NAKAO, 2012). Quando as normas contábeis estão apartadas das regras fiscais, espera-se que elas sejam mais úteis para o mercado financeiro do que em contexto de maior CFF (YOON, 2008). Quando essa utilidade é significativa, diz-se que os demonstrativos financeiros são *value relevance*.

As BTB estão relacionadas à suavização de resultados, quando os gestores manipulam o lucro tributável com o objetivo de reduzir o ônus fiscal das empresas, resultando em menor suavização de resultados (NAKAO, 2012). Da mesma forma, os administradores podem manipular o lucro contábil para atender os incentivos de mercado, ocasionando maior suavização dos resultados. Essas práticas de suavização de resultados (escolhas contábeis que visam reduzir a variabilidade dos resultados), por sua vez, interferem nas apropriações contábeis pelo regime de competência, influenciando na representação fidedigna da realidade econômica dos negócios (NAKAO, 2012).

O resultado contábil é destinado à tomada de decisão dos participantes do mercado financeiro, portanto, espera-se que ele seja mais persistente do que o resultado tributário (NAKAO, 2012). Todavia, quando as empresas relatam maiores níveis de BTB, elas têm resultados financeiros menos persistentes (HANLON, 2005; TANG, 2006). Outro atributo dos números contábeis influenciado pelas BTB trata-se do conservadorismo contábil (WATTS, 2003). As empresas tendem a adotar práticas conservadoras para adiar os custos tributários (QIANG, 2007).

A forma de conservadorismo condicional, que exige maior grau de verificação para as boas notícias do que para as más notícias (BASU, 1997), é considerada uma característica positiva das demonstrações financeiras (HELTZER, 2009). O conservadorismo incondicional, por sua vez, reflete práticas gerenciais oportunistas com o intuito de reduzir o valor do PL (BASU, 1997), assim, deteriora a qualidade das demonstrações contábeis (QIANG, 2007). As normas tributárias são suscetíveis de gerar conservadorismo incondicional (BASU, 2005), visto que as empresas podem sacrificar os números reportados ao mercado financeiro (via conservadorismo condicional) para reduzir os impostos pagos (via conservadorismo incondicional) (QIANG, 2007).

Diante do exposto, sugere-se que empresas nos períodos com maiores magnitudes de BTB negativas apresentam práticas de conservadorismo incondicional nas demonstrações financeiras quando comparadas com empresas nos anos com maiores BTB positivas (HELTZER, 2009). Por outro lado, empresas com maior volume de redução de tributos apresentam práticas de conservadorismo incondicional, ou seja, é uma ferramenta útil para adiar os impostos e para suavizar resultados (QIANG, 2007). Logo, as informações fiscais oferecem indícios que podem ser úteis para os investidores avaliarem os resultados das empresas.

2.2 Relevância do Conteúdo Informacional dos Números Contábeis

Com o objetivo de avaliar a utilidade dos números contábeis para investidores, alguns estudos têm sido desenvolvidos buscando a relação empírica entre os retornos de mercados das ações e a divulgação dos números contábeis (HEALY; PALEPU, 2001; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). As pesquisas que buscam a percepção da qualidade informacional pelos investidores refletida nos preços das ações são denominadas de *value relevance* (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). Nessa pesquisa, utiliza-se o termo em português “relevância”. Essa relação é encontrada por meio da análise do impacto da divulgação sobre os preços e volumes de ações negociadas (VERRECHIA, 2001).

O simples fato de os preços das ações reagirem à divulgação das demonstrações contábeis significa que os investidores consideram a informação contábil relevante (HEALY; PALEPU, 2001). Alguns estudos (GUENTHER; SANSING, 2000; HANLON, 2005; YOON, 2008; TANG; FIRTH, 2012) têm utilizado as *book-tax differences* para avaliar a relevância informacional dos números contábeis. De forma geral, os achados das referidas pesquisas mostram que as BTB podem ser medidas eficientes para identificar a qualidade informacional

dos relatórios financeiros, já que afetam determinados atributos da informação contábil, tais como: conservadorismo, persistência dos resultados, tempestividade, suavização de resultados.

Os números contábeis serão considerados relevantes, caso tenham sido utilizados pelos investidores, influenciando-os em suas tomadas de decisões (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Sendo assim, as diferenças entre os lucros contábeis e os lucros tributáveis são consideradas relevantes se auxiliarem os investidores a tomarem decisões a respeito dos valores das ações das empresas e/ou na previsão de rendimentos vindouros. Essas diferenças podem ser úteis na avaliação dos componentes transitórios do lucro, da persistência dos resultados futuros e do fluxo de caixa da empresa, ou seja, a qualidade dos lucros (HANLON, 2005; TANG, 2006). Esses são alguns dos atributos das empresas afetados pelas BTB que são observados pelos agentes econômicos nas avaliações das instituições (HANLON, 2005).

Tang (2006) contribuiu com a discussão, quando pesquisou se a informação apreendida nas BTB poderia ser utilizada para avaliar a persistência dos lucros futuros e retorno das ações das empresas, usando dados de empresas chinesas de capital aberto. Essa autora encontrou uma associação negativa entre nível das BTB e persistência dos ganhos, sugerindo que as diferenças entre as normas contábeis e as leis tributárias demonstram componentes transitórios do lucro atual e dos fluxos de caixa. As incertezas das possíveis reversões desses componentes transitórios contribuem para uma menor persistência dos resultados correntes. Portanto, os agentes econômicos usam as informações contidas nas BTB para avaliar o desempenho futuro das empresas.

Lev e Nissim (2004) fornecem provas de que as BTB refletem nos resultados futuros das empresas, todavia, como os investidores têm dificuldade de incorporar o conteúdo das BTB em suas decisões de investimento, muitas vezes, essas informações passam despercebidas pelos agentes econômicos. Da mesma forma, Weber (2009) encontrou que os analistas também não incorporam totalmente BTB ao fazer previsões de lucros. O autor considera ainda que há variabilidade entre os analistas no grau em que eles incorporam BTB em suas previsões.

Se as diferenças entre o resultado contábil e o resultado tributário podem impactar nos resultados das companhias e nas incertezas dos investidores, logo a interpretação das informações apreendidas nas BTB podem auxiliar os agentes econômicos nas previsões dos

resultados futuros das empresas e na determinação dos retornos dos preços das ações. Diante do exposto, surge a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: Quanto maior o nível das BTB total, menores são as expectativas quanto aos resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.

Essa hipótese é reforçada com os achados de Hanlon (2005) com dados de empresas dos Estados Unidos, em que companhias com maiores níveis de BTB têm rendimentos futuros menos persistentes do que empresas com menores diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável. Esses achados dão indícios de que empresas com maiores BTB terão desempenhos inferiores nos próximos anos. Além disso, em países com maior conformidade financeira e fiscal os resultados futuros são menos persistentes e mais fracamente correlacionados com os fluxos de caixa futuro (ATWOOD; DRAKE; MYERS, 2010). A junção das BTB totais com o histórico de maior vinculação entre as normas contábeis e as regras fiscais dos países da América Latina oferecem indícios de que as empresas objeto desse estudo com maiores magnitudes de BTB terão desempenhos inferiores nos próximos anos.

Quanto aos retornos das ações, Tang (2006) encontrou que as BTB estão negativamente relacionadas com essa variável. Isso indica que quanto maior o nível das BTB, menores os preços das ações. Em anos com maiores BTB, os investidores subestimam as expectativas de rendimentos futuros e as suas expectativas de retornos (HANLON, 2005). Diante do exposto, é apresentada a segunda hipótese de pesquisa:

H₂: Quanto maior o nível das BTB total, menores são os retornos dos preços das ações do mercado acionário de países da América Latina.

Yoon (2008), ao comparar diferentes jurisdições, encontrou evidências de que as informações sobre os ganhos das empresas são menos relevantes em países com forte alinhamento das normas contábeis às regras fiscais, do que naqueles países com baixo nível de CFF. Diante desses resultados, espera-se que o conteúdo informacional das BTB total seja relevante para os investidores do mercado de capitais de países da América Latina.

Para melhorar a interpretação do conteúdo das BTB, o ideal é a análise das BTB por tipo, visto que essa segregação fornece informação adicional para os investidores. Cada tipo

de BTM tem uma implicação diferente sobre a qualidade dos ganhos divulgados (TANG; FIRTH, 2012).

2.2.1 Tipos das *Book-Tax Differences*

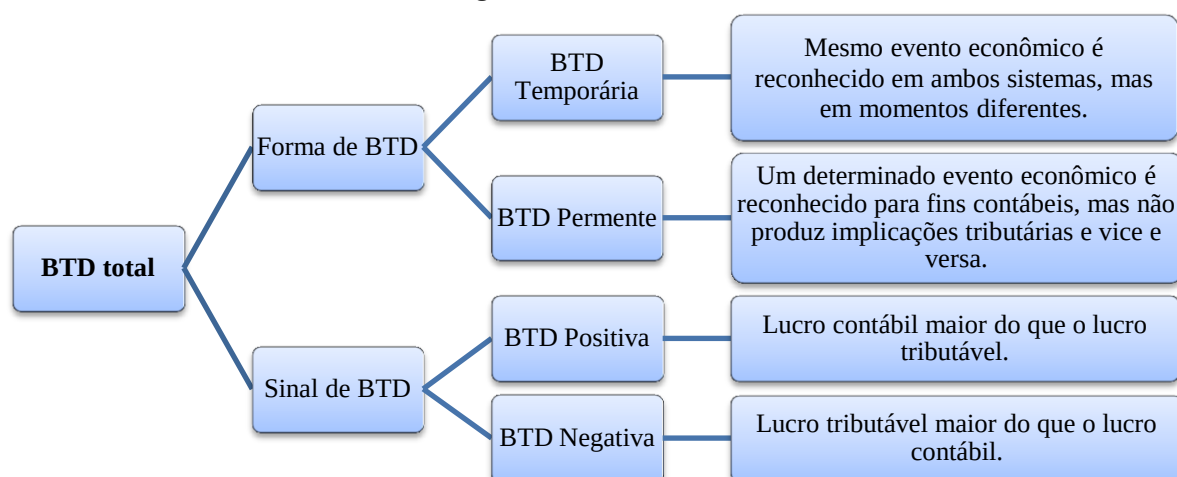
Os lucros são mais relevantes em países com baixo alinhamento entre normas contábeis e regras fiscais e, conseqüentemente, com maiores níveis de BTM (YOON, 2008). Todavia, existem indícios de que as empresas que relatam resultados contábeis com grandes divergências dos resultados tributários têm manipulado os números contábeis e/ou os números fiscais (DESAI, 2005; FRANK; LYNCH; REGO, 2009; TANG, 2014). Não há consenso, entre os pesquisadores, da relação ideal entre normas contábeis e regras fiscais.

A compreensão detalhada das informações contidas nas BTM auxilia na análise da qualidade dos resultados atuais e na predição de resultados futuros. Práticas de gerenciamento de resultados e de gerenciamento tributário podem ser reveladas com a análise do conteúdo dos tipos de BTM (COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011). As conseqüências de tais práticas oportunistas da gestão podem comprometer os fluxos de caixa das empresas, os resultados dos exercícios e conseqüentemente a confiança do investidor na companhia (HANLON, 2005; BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Assim, a segregação das BTM por tipo pode possibilitar ao investidor inferências mais precisas sobre os futuros ganhos das empresas.

Na Figura 1, destacam-se os tipos das BTM objeto da pesquisa, as formas das BTM, que podem ser temporárias ou permanentes, e os sinais das BTM: positivos ou negativos.

Os sinais das BTM são utilizados pelos investidores como indicativo da qualidade dos números contábeis reportados. As grandes mudanças negativas nas BTM sinalizam uma redução na qualidade dos números contábeis (HANLON, 2005). Mudanças negativas nas BTM podem indicar que o lucro tributável aumentou em relação ao lucro contábil, o que alude que as empresas têm contas fiscais elevadas e menores fluxos de caixa futuro (AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010). Empresas com maiores variações positivas nas BTM também apresentam menor persistência nos resultados futuros e no fluxo de caixa da empresa (HANLON, 2005). Assim, ambas as variações (positivas e negativas) nas BTM impactam no atributo da previsão dos números contábeis.

Figura 1- Divisão de BTB



Fonte: A pesquisadora

A relação entre o sinal das BTB (positiva e negativa) também foi estudada por Heltzer (2009). Ele investigou a associação entre qualidade da informação contábil, usando como *proxy* para qualidade o conservadorismo contábil e os sinais das BTB. Esse autor encontrou que nos anos em que as empresas apresentam BTB negativas, exibem maior conservadorismo incondicional no lucro contábil, e menor conservadorismo condicional e incondicional no lucro tributável. Tal fato aponta degradação na qualidade dos resultados, uma vez que o conservadorismo incondicional está relacionado às práticas de gerenciamento de resultados (QIANG, 2007). Isso se dá porque as companhias reconhecem as perdas de forma menos oportuna no lucro contábil.

Por sua vez, nos anos com BTB positivas, as empresas apresentaram diminuição no conservadorismo condicional das demonstrações financeiras, em relação aos outros anos da amostra (HELTZER, 2009). Nos anos em que as empresas apresentaram BTB positivas, exibem aumento no reconhecimento tempestivo dos ganhos, ou seja, redução do conservadorismo condicional, em relação aos demais anos da amostra (HELTZER, 2009), mas pode ser um sinal de gerenciamento de resultados (Hanlon, 2005).

Além da investigação dos sinais (positivos / negativos) das BTB, a análise de suas variações é uma variável importante para avaliar a qualidade dos resultados das empresas. Na medida em que as mudanças positivas e negativas nas BTB revelam informações sobre a qualidade dos resultados e sobre os financiamentos fora das demonstrações financeiras, tais diferenças podem ser relevantes para os agentes econômicos (AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010).

Maiores variações negativas nas BTB podem ser indicadores de diminuição da qualidade dos resultados da empresa (HANLON, 2005; AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010). Como trata-se da situação em que o lucro tributável aumentou em relação ao lucro contábil, implica que as empresas têm contas fiscais mais elevadas e menores fluxos de caixa disponíveis (AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010). Já as maiores variações positivas nas BTB também podem ser um sinal de redução na qualidade dos ganhos reportados e de aumento nos financiamentos fora do balanço, ou seja, lucro contábil aumentou em relação ao lucro tributável (AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010).

Assim, para apurar se as mudanças positivas e/ou negativas nas BTB influenciam a utilidade da informação contábil para previsão de resultados futuros e para o retorno das ações das companhias abertas de países da América Latina, apresenta-se a terceira e a quarta hipóteses de pesquisa:

H₃: Há uma relação inversamente proporcional entre a variação positiva e negativa das BTB e os resultados futuros de companhias abertas de países latino-americanos.

H₄: Há uma relação inversamente proporcional entre a variação positiva e negativa das BTB e o retorno das ações de companhias abertas de países latino-americanos.

Quanto maior a variação negativa nas BTB, menor é a expectativa do investidor quanto aos resultados futuros e o retorno das ações da empresa (HANLON, 2005; HELTZER, 2009). Nos casos em que há maiores variações positivas nas BTB, é um indicativo de maior tempestividade dos números contábeis (HELTZER, 2009), mas pode ser um sinal de gerenciamento de resultados (HANLON, 2005). Nas variações negativas nas BTB, acredita-se que há redução na qualidade dos números contábeis (HANLON, 2005), mas podem ser ter interpretações positivas, como redução no financiamento fora do balanço (AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010).

Assim, espera-se que quanto maior a variação (positiva, negativa) das BTB, menor o retorno das ações e a previsão de resultados futuros das companhias abertas da América Latina.

Os tipos de BTB temporárias e permanentes também podem trazer informações úteis para os agentes econômicos nas tomadas de decisão quanto ao preço das ações e às projeções de rendimentos futuros (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008). As BTB permanentes surgem quando um evento econômico (receita e/ou despesa) é reconhecido para fins

contábeis, mas as regras fiscais impedem seu reconhecimento para fins tributários (LEV; NISSIM, 2004). As diferenças temporárias, por sua vez, acontecem quando um evento econômico é reconhecido no mesmo valor para fins contábeis e tributários, entretanto, em momentos díspares.

A separação das BTB em BTB permanente e temporária é determinante na detecção de gerenciamento tributário e de gerenciamento de resultados (FRANK; LYNCH; REGO, 2009). Blaylock, Shevlin e Wilson (2012) ratificam essa afirmação argumentando que as grandes diferenças positivas entre o resultado contábil e o resultado tributável são informativas sobre gerenciamento de resultados e que as diferenças temporárias são as melhores métricas para captação de comportamentos oportunistas da gestão.

As BTB temporárias são oriundas de gerenciamento de resultados, gerenciamento tributário e diferenças entre normas contábeis e regras fiscais (HANLON, 2005; FRANK; LYNCH; REGO, 2009; BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Essas diferenças temporárias estão refletidas nos impostos diferidos e em algum momento futuro elas serão revertidas, por isso a denominação “temporária”.

Como as regras fiscais são inflexíveis quando comparados aos GAAP resultam em maiores diferenças temporárias positivas devido à discricionariedade dos gestores nas escolhas de práticas contábeis para emissão de relatórios financeiros (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Logo, as maiores diferenças temporárias são indicativos de gerenciamento de resultados (PHILLIPS; PINCO; REGO, 2003). Nessa situação, os impostos diferidos podem ser uma *proxy* para os acréscimos discricionários, que serão menos persistentes e mais propensos a se reverterem no próximo período (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012).

O gerenciamento tributário, por sua vez, tem como objetivo adiar os impostos para o maior tempo possível, levando a um maior nível de despesa de imposto diferido, mas, ao contrário do gerenciamento de resultados, não tende a se reverter no ano seguinte (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Portanto, infere-se que empresas com maior magnitude de BTB positivas oriundas de gerenciamento tributário, irão apresentar maior persistência nos resultados futuros e nos acréscimos declarados.

Outra motivação apresentada para o surgimento das BTB temporárias decorre simplesmente das diferenças entre as normas contábeis e regras fiscais, em que os gestores fazem escolhas contábeis sem segundas intenções voltadas para gerenciamento tributário e gerenciamento de resultados (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). Nesses casos, os

administradores escolhem tratamentos diferenciados para o mesmo evento econômico em virtude de orientações diferentes: GAAP e regras tributárias.

Hanlon (2005), em sua análise sobre os efeitos de maiores BTDT temporárias para os rendimentos futuros e persistência dos acréscimos, encontrou que os acréscimos discricionários são menos persistentes do que os acréscimos não discricionários. Relatou também que empresas com maiores BTDT temporárias apresentam rendimentos futuros mais baixos e menor persistência nos acréscimos, quando comparadas às empresas com menores BTDT. Para a autora, quando o lucro contábil é maior do que o lucro tributável, os resultados são de qualidade inferior, ou seja, menos persistentes. De acordo com essa autora, os investidores parecem considerar corretamente esses conteúdos informacionais das BTDT temporárias para ponderar sobre a qualidade dos lucros reportados. Assim surgem as hipóteses H_5 e H_6 a serem testadas:

H_5 : Quanto maior o nível de BTDT temporária, menor é o retorno das ações das companhias abertas de países da América Latina.

H_6 : Quanto maior o nível de BTDT temporária, menor é a expectativa quanto ao resultado futuro das companhias abertas de países da América Latina.

Espera-se que no contexto de países da América Latina, que quanto maior o nível das BTDT temporárias, menores os retornos das ações e a expectativa de resultados futuros. Todavia, cada jurisdição pode apresentar comportamento diferente para essa relação, uma vez que, a relevância dos componentes da informação contábil é fortemente afetada pelo nível de influência das regras fiscais sobre as normas contábeis de cada país (YOON, 2008). Como os objetivos das regras fiscais e das normas contábeis são conflitantes, as demonstrações financeiras são menos prováveis de refletir os eventos econômicos em países com fortes ligações entre a contabilidade societária e a legislação tributária. Então, caso um país apresente forte (fraco) alinhamento das normas contábeis e regras fiscais, poderá resultar em uma contabilidade de baixa (alta) qualidade informacional.

Wilson (2009) utilizou outro tipo de BTDT, as diferenças permanentes, para investigar a associação entre planejamento tributário, geração de riqueza para os acionistas e gerenciamento de resultados. Esse autor encontrou que a maioria dos casos de evasão fiscal aumenta significativamente as BTDT permanentes das empresas. Logo, os preços das ações das companhias abertas diminuem quando há evidências sobre o seu envolvimento em atividades

de evasão fiscal (HANLON; SLEMROD, 2009). Os investidores têm a crença de que se os gestores estão dispostos a enganar as autoridades tributárias, eles também podem estar dispostos a enganar os investidores (HANLON; SLEMROD, 2009).

As diferenças permanentes estão mais fortemente associadas com incertezas dos participantes do mercado sobre os resultados futuros das empresas do que as diferenças temporárias (COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011). As reversões futuras dos ativos fiscais diferidos e dos passivos fiscais diferidos são mais previsíveis do que a aceitação do fisco de uma conta fiscal que origina uma diferença permanente, portanto contribui para as incertezas dos agentes econômicos sobre os resultados futuros da empresa. Os rendimentos não tributáveis e as despesas não dedutíveis, no geral, demandam julgamento na aplicação de matéria tributária e, portanto, a possibilidade de que as autoridades fiscais não permitam alguns ou todos os eventos que deram origem as BTB permanentes. Deste modo, quanto maiores as incertezas dos agentes econômicos menores os preços das ações das companhias abertas.

Igualmente as BTB permanentes contribuem para as divergências de opinião entre os investidores, ou seja, os agentes econômicos não conseguem tirar as mesmas conclusões para a mesma informação fiscal (COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011). As informações sobre as BTB permanentes divulgadas pelas empresas exigem dos participantes de mercado técnicas sofisticadas para interpretação desses valores (KVAAL; NOBES, 2013), o que pode justificar as divergências de opinião.

Diante dos argumentos desses autores apresenta-se a sétima e a oitava hipóteses de pesquisa:

H₇: Quanto maior o nível das BTB permanentes menor é o retorno das ações das companhias abertas de países da América Latina.

H₈: Quanto maior o nível das BTB permanentes menor é a expectativa dos investidores quanto aos resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.

Espera-se uma associação negativa entre nível das BTB permanentes e o retorno das ações e a previsão de resultados futuros, mostrando que empresas com grandes níveis das BTB permanentes despertam a desconfiança dos investidores.

2.3 Resumo das Hipóteses da Pesquisa

As oito hipóteses desta pesquisa, bem como o objetivo de cada hipótese e as principais teorias base para testá-las estão resumidas no Quadro 1. Diante do exposto, verifica-se que a qualidade da informação contábil pode ser afetada por algumas variáveis, especialmente pelos componentes das BTB, conforme indicado na construção das hipóteses exibidas no Quadro 1.

Quadro 1- Resumo das hipóteses da pesquisa

Objetivos específicos	Hipótese	Principais pesquisas
Testar se os investidores usam as BTB para determinar o preço das ações e a expectativa de resultados futuros da empresa.	H₁: Quanto maior o nível das BTB total menores são as expectativas quanto aos resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.	Hanlon (2005); Tang (2006); Yoon (2008);
	H₂: Quanto maior o nível das BTB total menores são os retornos dos preços das ações do mercado acionário de países da América Latina.	
Testar se o sinal (positivo e negativo) das BTB afeta o preço das ações das empresas e a expectativa de lucros futuros.	H₃: Há uma relação inversamente proporcional entre o sinal das BTB e os resultados futuros de companhias abertas de países latino-americanos.	Hanlon (2005); Heltzer (2009); Ayres, Laplante e McGuire (2010); Tang e Firth (2012).
	H₄: Há uma relação inversamente proporcional entre o sinal das BTB e o retorno das ações de companhias abertas de países latino-americanos	
Verificar se o nível das BTB temporárias afetam o preço das ações e os resultados futuros das empresas.	H₅: Quanto maior o nível de BTB temporária maior é o retorno das ações das companhias abertas de países da América Latina.	Hanlon (2005); Yoon (2008); Blaylock, Shevlin e Wilson (2012).
	H₆: Quanto maior o nível de BTB temporária maior é a expectativa quanto o resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.	
Se os investidores usam a magnitude das BTB permanentes para definir o preço das ações das empresas e para estimativa de resultados futuros.	H₇: Quanto maior o nível das BTB permanentes menor é o retorno das ações das companhias abertas de países da América Latina.	Wilson (2009) Frank, Lynch e Rego (2009) Comprix, Graham e Moore (2011).
	H₈: Quanto maior o nível das BTB permanentes menores são as expectativas quanto aos resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.	

Fonte: A pesquisadora

Essas variáveis (Quadro 1) foram testadas no contexto de países da América Latina considerando como *proxy* para mensuração da qualidade a variável retorno das ações e previsão de retornos futuros e os componentes das BTB variáveis que afetam a qualidade. A utilidade da informação contábil é destacada pelo IASB na estrutura conceitual como característica qualitativa fundamental das demonstrações contábeis.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são expostos os paradigmas metodológicos utilizados nesta dissertação. Tais como os parâmetros para seleção da amostra, as técnicas e os modelos econométricos para alcançar os objetivos propostos, bem como as variáveis que foram utilizadas nos modelos desenvolvidos e testados nesta pesquisa.

3.1 Parâmetros de Seleção da Amostra e Coleta de Dados

A população objeto desta pesquisa consiste em companhias abertas de países da América Latina, que negociaram ações em Bolsas de Valores no período de 2002 a 2013. No Quadro 2 apresenta-se a relação dos países membros da América Latina, a data de início da convergência das normas locais às IFRS, se essa adoção é obrigatória para todas as companhias abertas ou se é apenas permitida (adoção voluntária).

Quadro 2 - Países membros América Latina e adoção às IFRS

País	Data de início de convergência às IFRS	Tipo de adoção das IFRS
Argentina*	2012	Exigida
Bolívia	Não adotou	Permitida
Brasil*	2010	Exigida
Chile*	2010	Exigida
Colômbia	Não adotou	Permitida
Costa Rica	2002	Exigida
Cuba	Não adotou	-
El Salvador	2012	Exigida
Equador	2010	Exigida
Guatemala	Não adotou	Permitida
Haiti	Não adotou	-
Honduras	2012	Exigida
México*	2012	Exigida
Nicarágua	Não adotou	-
Panamá	2000	Exigida
Paraguai	Não adotou	-
Peru*	2010	Exigida
República Dominicana	2012-2014	Permitida
Uruguai	2012	Exigida
Venezuela	2008	Exigida

Observação: (*) países objeto da pesquisa. Adoção exigida das IFRS ocorreu quando todas as empresas de uma determinada jurisdição foram obrigadas a convergir para a referida norma. Adoção permitida das IFRS se dá quando as empresas de um país podem adotar voluntariamente as normas contábeis do IASB.

Fonte: Organizado pela pesquisadora, com base em IFRS (2014).

Os países destacados com asterisco no Quadro 2 (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) compõem a amostra da pesquisa. Compreendem os países da América Latina, com dados disponíveis na base de dados Economática e adotaram às IFRS, de forma obrigatória

para todas as companhias abertas, até o ano de 2012, formando uma amostra com um único padrão contábil.

Da população de vinte países, foram excluídos oito que não adotaram as IFRS de forma obrigatória para todas as companhias abertas até o ano de 2012 e sete países que não tinham dados disponíveis na base de dados Economática®. Resultou, assim, na amostra do trabalho, composta por cinco jurisdições: Argentina, Brasil, Chile, México e Peru, que juntas são responsáveis por aproximadamente 78% do PIB total da América Latina. Com isso, verifica-se que a amostra dessa pesquisa representa a economia da referida região, o que pode justificar a generalização dos resultados encontrados para os cinco países da amostra para o contexto da América Latina.

São países que passam pela transição de uma contabilidade doméstica, com alta conformidade financeira e fiscal (COSTA; LOPES; COSTA, 2006), para um padrão de contabilidade global, elaborado pelo IASB, considerados de alta qualidade. Sendo assim, esse contexto oferece oportunidades ímpares de pesquisas relacionadas à utilidade do conteúdo informacional contidas nas BTB.

Depois de selecionados os cinco países, foram identificadas as companhias abertas dessas jurisdições objeto da pesquisa. Os procedimentos utilizados para a seleção de empresas que compõe a amostra final do estudo, composta por 580 companhias, estão expostos no Quadro 3. Foram excluídas da amostra da pesquisa as companhias abertas com dados faltantes e/ou que não possuíam pelo menos três valores seguidos ambos para a variável cotação de ações em 30 de abril.

Quadro 3 - Processo de formação da amostra de companhias abertas por país

Descrição	Quantidade de companhias abertas por país					Total Empresas
	ARG	BR	CH	MEX	PE	
Total de companhias abertas com ações listadas em bolsa ^a em 31/12/2013	204	718	409	413	306	2.050
(-) Companhias abertas com dados faltantes para cada variável	(155)	(441)	(313)	(321)	(240)	(1.470)
(=) Amostra final da pesquisa	49	277	96	92	66	580

ARG = Argentina, BR= Brasil, CH= Chile, MEX = México.

a: bolsas: BMF&BOVESPA para o Brasil, Bolsa de Comércio de Buenos Aires para a Argentina, Bolsa de Comércio de Santiago para o Chile, Bolsa de Valores de Lima para o Peru, Bolsa Mexicana de Valores para o México.

Fonte: A pesquisadora

Os dados necessários para a realização da pesquisa foram coletados na base de dados Economática®, exceto os valores para imposto de renda diferido (conta de resultado) que foi obtida na base de dados Capital IQ. Foram utilizados os dados contábeis anuais consolidados, no período de 2002 a 2013 (considerando o ano de 2002 e 2013 como base), das companhias

abertas com ações negociadas em Bolsa em 31 de dezembro de 2013. Para as companhias abertas que possuem mais de um tipo de ação negociada em bolsa, consideram-se as informações para ações de maior liquidez. Como cada país da amostra possui uma moeda diferente, utilizou-se como parâmetro a coleta de dados em moeda padrão, nesta pesquisa, o dólar dos Estados Unidos.

São excluídas da base de dados da pesquisa as companhias abertas participantes do setor de finanças e seguro, uma vez que são empresas com alíquotas diferentes de imposto de renda e pelas demais peculiaridades contábeis próprias do setor financeiro (FRANK; LYNCH; REGO, 2009; NAKAO, 2012).

3.2 Modelos Empíricos de Cálculo das *Book- Tax Differences*

Foram utilizados cinco tipos de diferenças: total (BTD), temporárias (BTDTE) e permanentes (BTDP) testadas por Costa (2012); positivas e negativas (ΔBTD) testadas por Ayers, Laplante e McGuire (2010), descritas nas Equações 1, 2, 3 e 4, respectivamente, com o intuito de analisar quais delas são relevantes para investidores em países da América Latina.

$$BTD_{it} = \frac{(LAIR_{it} - LT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (\text{Equação 1})$$

$$BTDTE_{it} = \frac{(IRD_{it}/A_{it})}{AT_{it-1}} \quad (\text{Equação 2})$$

$$BTDP_{it} = BTD_{it} - BTDTE_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

$$\Delta BTD_{it} = BTD_{it} - BTD_{it-1} \quad (\text{Equação 4})$$

Em que:

BTD_{it} = diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t;

$LAIR_{it}$ = lucro contábil antes do imposto de renda da empresa i no ano t;

LT_{it} = lucro tributável da empresa i no ano t;

AT_{it-1} = ativo total da empresa i no ano t-1 (ativo defasado);

$BTDTE_{it}$ = diferença temporária entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t;

IRD_{it} = imposto de renda diferido (conta de resultado) da empresa i no ano t;

A_{it} = alíquota máxima do imposto de renda: Argentina (35%), Brasil (34%), Chile (20%), Peru (30%), México (33%);

$BTDP_{it}$ = diferença permanente entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t;

ΔBTD_{it} = é o valor da diferença entre a BTD da empresa i no ano t para a BTD da empresa i no ano t-1. Ela demonstra se a variação nas BTD foi positiva ou negativa do ano t para o ano t-1.

Todas as variáveis estão ponderadas pelo ativo total defasado.

Em função da não divulgação do valor do lucro tributável pelas companhias abertas, usa-se uma *proxy* resultante do cálculo da relação entre o total das despesas do imposto de renda (IRC) e a alíquota máxima de imposto de renda do país (A), conforme utilizado por Hanlon (2005). A estimação do valor tributável levando em consideração a alíquota máxima do imposto de renda ao invés da alíquota efetiva da empresa não afeta de forma significativa os resultados da equação (LEV; NISSIM, 2004). Essa medida de lucro tributável foi utilizada em alguns estudos anteriores tais como: Hanlon (2005), Ayers, Laplante e McGuire (2010), Costa (2012).

Após o cálculo dos componentes das BTB procede-se o Modelo de cálculo da relevância da informação contábil, dividido em: Modelo de regressão para previsão de resultados futuros e o Modelo de regressão de retornos dos preços das ações.

3.3 Modelos de Cálculo Para Previsão de Resultados Futuros

Esse modelo tem como objetivo investigar os efeitos das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável na relevância informacional dos números contábeis divulgados, medida pelos resultados futuros. O modelo foi desenvolvido a partir da metodologia exposta por Tang (2006), com inclusão de variáveis de controle sugeridas por Yoon (2008) e Costa (2012).

O modelo original de regressão para resultados futuros de Tang (2006) examina o conteúdo das BTB para previsibilidade de rendimentos futuros, conforme exposto na equação 5:

$$EPS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BTB_{it} + \varepsilon_{t+1} \text{ (Equação 5)}$$

Em que:

EPS_{it+1} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1;

EPS_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1;

BTB_{it} = diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t;

ε_{t+1} = termo de erro.

Com a Equação 6 investiga-se a relação entre os ganhos atuais, e os tipos de BTB total, permanente, temporária, positiva e negativa, e algumas variáveis de controle com a previsão de resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina:

$$EPS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 IMOB_{it} + \beta_4 LNAT_{it} + \beta_5 \Delta BTM_{it} + \beta_6 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$$

(Equação 6)

Em que:

X_{it} = representa as variáveis independentes BTM total, BTM permanente, BTM temporária, BTM negativa e BTM positiva;

$IMOB_{it}$ = Nível de imobilização da empresa i no ano t (imobilizado bruto mais intangível escalonados pelo ativo total);

$LNAT_{it}$ = Logaritmo natural do ativo total da empresa i no final do ano t (indica o tamanho da empresa);

ΔBTM_{it} = Variação no índice BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t. Onde BTM é o logaritmo natural da relação entre o valor contábil do patrimônio líquido (PL) da empresa i no ano t e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t;

AL_{it} = Variação na alavancagem da empresa i do ano t-1 para o ano t. AL é calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total do ano t-1;

ε_{t+1} = termo de erro.

A partição das BTM total em tipos é mais eficiente para testar a associação com a previsão de retornos futuros e o retorno das ações (YOON, 2008). Por isso, a associação de alguns tipos BTM (permanente, temporária, positiva e negativa) com a previsão de resultados futuros e os retornos das ações é testada nessa pesquisa.

Os resultados atuais estão positivamente relacionados com os rendimentos futuros (TANG, 2006). Portanto, se as BTM capturam os componentes transitórios dos ganhos, refletem as manipulações da gestão das empresas. Sendo assim, grande magnitude de BTM implica que os lucros atuais são menos persistentes, e por isso espera-se uma associação negativa entre resultados futuros e os tipos de BTM.

Empresas com maiores BTM positivas e maiores BTM negativas apresentam menos persistência dos ganhos quando comparadas com empresas com menores BTM positivas e menores BTM negativas (TANG; FIRTH, 2012). Essas incertezas quanto à persistência dos ganhos é impulsionada pelas dúvidas em relação a essas diferenças, se elas são decorrentes de fontes normativas ou oportunismo da gestão da empresa (TANG; FIRTH, 2012).

3.4 Modelos de Cálculo para os Retornos dos Preços das Ações

Com esse modelo é testada a relação entre os resultados atuais, a variação no resultado do ano t para o ano t+1 e as BTM com o retorno das ações das empresas. O modelo foi desenvolvido a partir da metodologia desenvolvida por Tang (2006) Equação 7, com a inserção de variáveis de controle indicadas por Yoon (2008) e Costa (2012).

O modelo original de regressão para retorno das ações desenvolvido por Tang (2006) examina o conteúdo das BTB para previsibilidade do retorno das ações, conforme exposto na Equação 10:

$$RET_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 BTB_{it} + \varepsilon_{t+1} \text{ (Equação 7)}$$

Em que:

RET_{it+1} = é o retorno de uma ação da empresa i no ano t em 30 de abril após o ano fiscal t;

ΔEPS_{it} = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1

A Equação 7 foi adaptada para inclusão de algumas variáveis de controle e de alguns componentes das BTB: total, permanente, temporária, positiva e negativa, resultando na Equação 8. Com o modelo de regressão exposto na Equação 8, identifica-se se os tipos das BTB estão refletidos nos retornos dos preços das ações.

$$RET_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 X_{it} + \beta_4 IMOB_{it} + \beta_5 LNAT_{it} + \beta_6 \Delta BTM_{it} + \beta_7 AL_{it} + \varepsilon_{t+1} \text{ (Equação 8)}$$

Em que:

X_{it} = representa as variáveis independentes BTB total, BTB permanente, BTB temporária, BTB negativa e BTB positiva;

As grandes magnitudes de BTB são informativas de retornos futuros inferiores (TANG, 2006; YOON, 2008), e espera-se uma associação negativa entre os tipos de BTB e os retornos das ações. No Quadro 4, são evidenciadas as variáveis utilizadas nos modelos de cálculo da relevância da informação contábil, bem como as fórmulas de mensuração e a definição dessas variáveis.

Para a análise dos modelos de previsão de resultados futuros (Equações 6) e retorno das ações (Equações 8) por país individualmente, as variáveis PAÍS e ANO serão substituídas pela variável IFRS. Essa variável IFRS = é uma variável *dummy* que identifica as implicações das BTB antes e depois da adoção das IFRS nos países; com valor 0 para os períodos antes da adoção das IFRS e valor 1 para os períodos após a adoção das IFRS. Essa substituição se justifica pelo fato da variável ANO apresentar multicolinearidade com a variável IFRS, não podendo, portanto, manter as duas no modelo.

Quadro 4 - Descrição das variáveis dos Modelos

Variável	Fórmula de cálculo	Descrição
RET_{t+1}	$RET_{t+1} = LN\left(\frac{PA_{it}}{PA_{it-1}}\right)$	RET_{t+1} = é o retorno de uma ação da empresa i no ano t em 30 de abril após o ano fiscal t; PA_{it} = fechamento da ação da empresa i em 30 de abril após o final do ano fiscal t. Optou-se pela fórmula logarítmica, uma vez que essa metodologia de cálculo tende a aproximar a distribuição de frequência dos retornos calculados do logarítmico da curva normal aos resultados, um dos pressupostos para testes estatísticos paramétricos.
EPS_{t+1}	$EPS_{t+1} = \frac{LPA_{t+1}}{PA_{t-1}}$	EPS_{t+1} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; LPA_{t+1} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1; PA_{t-1} = fechamento da ação da empresa i em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1.
EPS_t	$EPS_t = \frac{LPA_t}{PA_{t-1}}$	EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; LPA_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t; PA_{it-1} = fechamento da ação da empresa i em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1.
ΔEPS_t	$\Delta EPS_t = \frac{LPA_{t-1} - LPA_t}{PA_{t-1}}$	ΔEPS_t = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1. LPA_{t+1} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1 LPA_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t; PA_{t-1} = fechamento da ação da empresa i em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1.
BTD_{it}	$BTD_{it} = \frac{(LAIR_{it} - LT_{it})}{AT_{it-1}}$	BTD_{it} = diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t; $LAIR_{it}$ = lucro contábil antes do imposto de renda da empresa i no ano t; LT_{it} = lucro tributável da empresa i no ano t; AT_{it-1} = ativo total da empresa i no ano t-1 (ativo defasado).
$BTDTE_{it}$	$BTDTE_{it} = \frac{\left(\frac{IRD_{it}}{A_t}\right)}{AT_{it-1}}$	DTE_{it} = diferença temporária entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t; IRD_{it} = imposto de renda diferido (conta de resultado) da empresa i no ano t; A_t = alíquota máxima do imposto de renda: Argentina (35%), Brasil (34%), Chile (20%), Peru (30%), México (33%).
$BDTP_{it}$	$BDTP_{it} = BTD_{it} - BTDTE_{it}$	DP_{it} = diferença permanente entre o lucro contábil e o lucro tributável da empresa i no ano t.
$VNBTD_{it}$		$VNBTD_{it}$ = variável binária com valor 1 se a variação do ano t para o ano t+1 na BTD no quintil mais baixo for negativa e 0 se for positiva;
$VPBTD_{it}$		$VPBTD_{it}$ = variável binária com valor 1 se a variação do ano t para o ano t+1 na BTD no quintil mais alto for positiva e 0 se for negativa;
$IMOB_{it}$	$IMOB_{it} = \frac{IMOB_{it} + INT_{it}}{AT_{it}}$	$IMOB_{it}$ = Nível de imobilização da empresa i no ano t (imobilizado bruto mais intangível escalonados pelo ativo total). $IMOB_{it}$ = valor do imobilizado da empresa i no ano t; INT_{it} = intangível da empresa i no ano t.
$LNAT_{it}$	$LNAT_{it} = LN(AT_{it})$	$LNAT_{it}$ = Logaritmo natural do ativo total da empresa i no final do ano t (indica o tamanho da empresa);
BTM_{it}	$BTM_{it} = LN\left(\frac{PL_{it}}{VM_{it}}\right)$	BTM = o logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL da empresa i no ano t e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t; PL_{it} = valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no ano t; VM_{it} = valor de mercado das ações da empresa i no ano t.
ΔBTM_{it}	$\Delta BTM_{it} = BTM_{it} - BTM_{it-1}$	ΔBTM_{it} = Variação no índice BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t.
AL_{it}	$AL_{it} = \frac{PNC_{it}}{AT_{t-1}}$	AL é calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total do ano t-1.
ΔAL_{it}	$\Delta AL_{it} = AL_{it} - AL_{it-1}$	AL_{it} = Variação na alavancagem da empresa i do ano t-1 para o ano t.

Fonte: a pesquisadora

Ademais, todas as variáveis dependentes, de teste do modelo de cálculo de previsão de resultados futuros e de retorno dos preços das ações, e as hipóteses que serão respondidas com cada variável estão descritas no Quadro 5. Também estão expostos, no referido quadro, os sinais esperados para cada variável do modelo, conforme resultados de estudos anteriores. A classificação tipo de variável demonstra as variáveis dependentes (regressando) e as variáveis independentes ou explanatórias (regressoras).

Quadro 5 - Resumo das variáveis e hipóteses da pesquisa

Variável	Tipo de variável	Hipótese relacionada	Sinal esperado
EPS_{it+1}	Dependente		
RET_{it+1}	Dependente		
EPS_{it}	Independente – de teste		+
ΔEPS_{it}	Independente – de teste		-
BTD_{it}	Independente – de teste	H_1 / H_2	-
$BTDTE_{it}$	Independente – de teste	H_5 / H_6	-
$BTDP_{it}$	Independente – de teste	H_7 / H_8	-
$VNBTD_{it}$	Independente – de teste	H_3 / H_4	-
$VPBTD_{it}$	Independente – de teste	H_3 / H_4	-

Fonte: a pesquisadora

As variáveis independentes de teste referem-se aos lucros líquidos por ação, as variações nos lucros líquidos por ação do ano t para o ano $t+1$ e aos componentes das BTD . No próximo tópico são descritas algumas variáveis independentes de controle que também podem influenciar as decisões dos investidores quanto à valorização dos preços das ações das empresas e nas previsões de resultados futuros.

3.5 Testes Econométricos

Para atender ao objetivo proposto nesta pesquisa utilizam-se os dados estruturados do tipo em painel. Nos dados em painel, o mesmo conjunto de empresas é monitorado ao longo de vários períodos de tempo (GUJARATI; PORTER, 2011). Essa técnica “tem por finalidade estudar a influência de variáveis explicativas sobre determinada variável dependente para um conjunto de observações e ao longo do tempo” (FÁVERO et al., 2009, p. 382).

Existem três modelos principais para a análise de dados em painel (FÁVERO et al. 2009): (1) *pooled independent cross-sections* ou *POLS- pooled ordinary least squares*, (2) efeitos fixos e (3) efeitos aleatórios. A diferença entre eles consiste na existência de efeitos fixos ou aleatórios. O termo efeitos fixos significa que, não obstante o intercepto possa ser

diferente entre as empresas, ele não varia com o tempo. O termo efeitos aleatórios, por sua vez, assume que o coeficiente não é correlacionado com os regressores, ou seja, é aleatório (FÁVERO, 2013). Sendo assim, nos efeitos aleatórios, tanto a variável dependente quanto os regressores podem variar simultaneamente entre as empresas e ao longo do tempo.

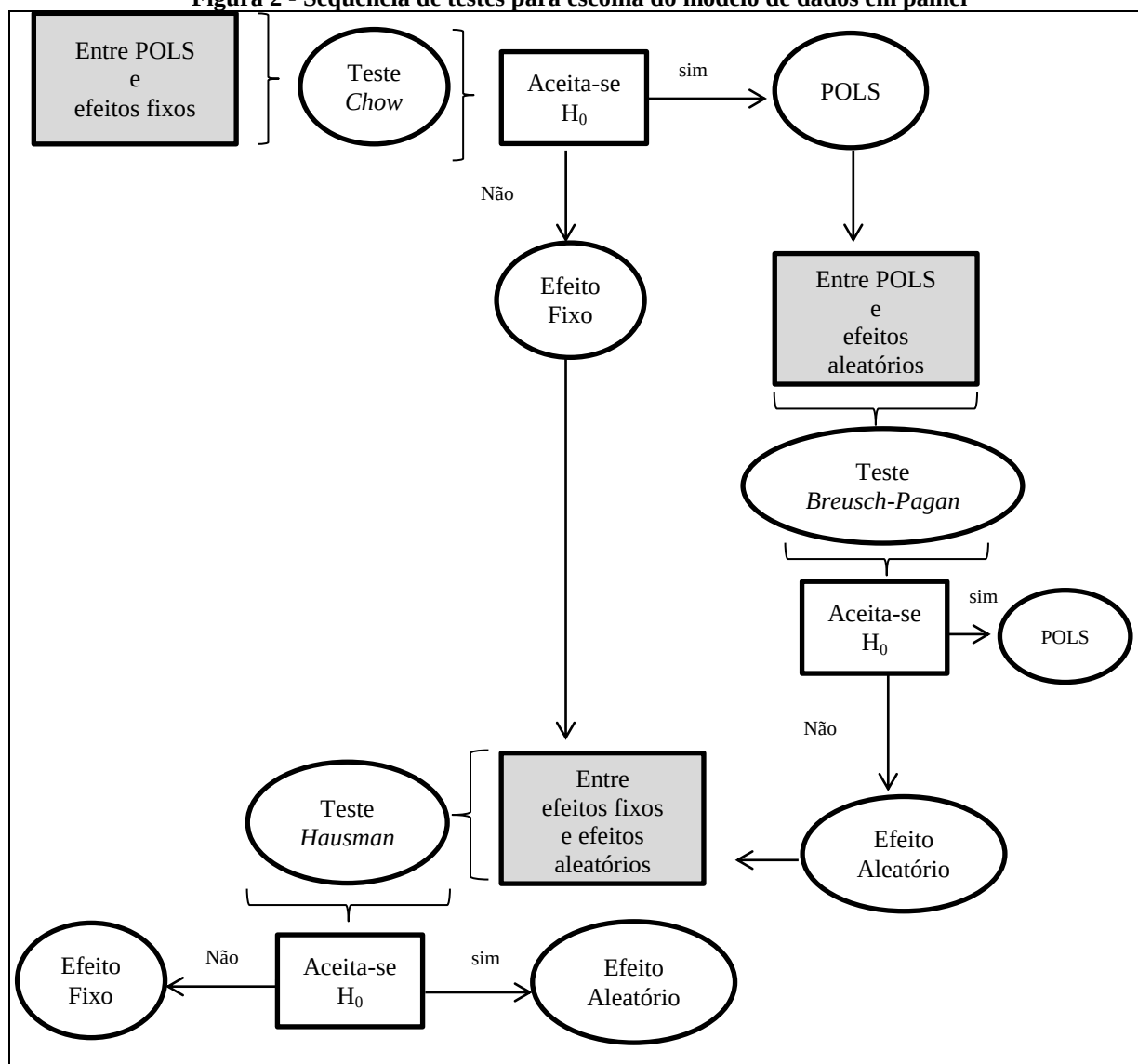
No modelo POLS, parte-se do pressuposto de que o intercepto e os parâmetros das variáveis independentes sejam os mesmos para todas as empresas, ou seja, não faz distinção entre eles (GUJARATI; PORTER, 2011). O modelo não leva em consideração a natureza *cross-section* investigada, ou seja, desconsideram as dimensões dos indivíduos e do tempo, combinado/empilhando todos os dados para cálculo de uma regressão (GUJARATI; PORTER, 2011). Esse modelo pode ser utilizado nos estudos em que não haja efeitos temporais ou de corte – transversal expressivo.

O modelo de efeitos fixos, por sua vez, considera as peculiaridades (alterações) de cada *cross – section* investigada ao longo do tempo (FÁVERO et al., 2009). Segundo esses autores, mesmo o intercepto sendo diferente entre as empresas, individualmente ele não se altera ao longo do tempo. Sendo assim, o que influencia o resultado da regressão são os efeitos das empresas e não o aspecto temporal. As características individuais que podem comprometer ou enviesar as variáveis independentes ou dependentes podem ser controladas por meio do modelo de efeitos fixos (COSTA, 2012).

No modelo de efeitos aleatórios, por outro lado, os componentes dos erros individuais não estão correlacionados entre si (GUJARATI; PORTER, 2011). O padrão de efeitos aleatórios só pode ser utilizado nos casos em que os termos de erros não estejam correlacionados com as variáveis explanatórias do modelo (FÁVERO, et al. 2009). Esse modelo é mais indicado quando houver a possibilidade das diferenças das empresas impactarem sobre a variável dependente (FÁVERO, et al 2009). Para maior robustez dos resultados, foram testados os três modelos (POLS, efeitos fixos e efeitos aleatórios) para dados em painel. Na Figura 2, é abarcada a sequência em que os testes foram aplicados para a escolha do modelo mais adequado ao contexto investigado.

Utiliza-se o teste de *Chow* (a estatística resultante do teste é a estatística *F*) para escolha entre POLS e modelo de efeitos fixos; esse teste determina se os parâmetros de duas funções de regressões diferem entre si (FÁVERO, et al. 2009). O segundo teste utilizado é o teste de *Lagrange Multiplier* (LM) de Breusch – Pagan (a estatística resultante deste teste é a estatística de Qui-quadrado com 1 grau de liberdade) para escolha entre POLS e modelo de efeitos aleatórios (FÁVERO et al 2009). Esse teste com os resíduos do modelo estimado por mínimos quadrados ordinários verifica o ajuste do modelo de efeitos aleatórios.

Figura 2 - Sequência de testes para escolha do modelo de dados em painel



Fonte: a pesquisadora com base em Fávero et al. (2009)

O terceiro teste utilizado para escolha do modelo mais adequado é o teste de *Hausman* (a estatística resultante deste teste é a estatística de Qui-quadrado com número de graus de liberdade igual a dimensão de β). Esse teste proporciona ao pesquisador uma possibilidade de escolher entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios (FÁVERO et al. 2009).

3.6 Variáveis de Controle

Para testar as hipóteses propostas, além de regredir as medidas dos componentes das BTB, foi incluído no modelo um conjunto de variáveis financeiras indicadas pela literatura

(AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010; COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011) como responsáveis por controlar outros fatores que podem afetar as incertezas de mercado. Foram testadas as seguintes variáveis: IMOB, AT, Δ BTM e Δ AL.

A variável IMOB representa o nível de imobilizado bruto (imobilizado e intangível) da empresa, escalonado pelo ativo total do ano t-1. Níveis mais altos de investimentos em ativos fixos podem refletir maiores incertezas dos agentes econômicos (COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011). Sendo assim, espera-se uma relação inversamente proporcional entre a variável IMOB e a relevância da informação contábil.

O tamanho da empresa também é indicado como responsável pela motivação das escolhas de determinados métodos contábeis em detrimento de outros (JAAFAR; MCLEAY, 2007). Esse comportamento das empresas em virtude do tamanho ocorre porque elas buscam reduzir seus custos políticos (CULLINAN, 1999; COSTA; SILVA; LAURENCEL, 2013). Estudos anteriores (LEUZ; VARRECCHIA, 2000; ROGERS; SKINNER; VAN BUSKIRK, 2009; COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011) apresentam resultados mistos quanto à relação do tamanho da empresa e o ambiente de informação. Assim, nenhuma previsão sobre o sinal do coeficiente de AT foi feita, todavia, é oportuno relatar que, nos casos em que o tamanho da empresa está positivamente relacionado com o ambiente de informação, reduzem-se as incertezas do mercado.

A variável Δ BTM evidencia a variação no índice BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t, onde BTM é o logaritmo natural da relação entre o valor contábil do Patrimônio Líquido (PL) da empresa i no ano t e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t. Costa (2012) argumenta que quanto mais próximo estiver o valor de mercado do valor do PL da empresa, significa que o mercado está de acordo com os valores mensurados pela contabilidade. Espera-se, portanto, um coeficiente negativo para a variável Δ BTM, visto que ela demonstra a redução na assimetria da informação entre os participantes de mercado quanto aos valores contábeis divulgados pela empresa.

A Variável Δ AL mostra a variação na alavancagem da empresa i do ano t-1 para o ano t. A alavancagem da companhia é calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total do ano t-1. Ayres, Laplante e Mcguire (2010) encontraram uma associação negativa entre a variação na alavancagem financeira e a classificação de crédito das empresas pelos analistas financeiros. Diante desses resultados, espera-se um coeficiente positivo para a variável Δ AL, porquanto, empresas alavancadas aumentam as incertezas dos participantes de mercado. Esse aumento é justificado pelo risco das empresas com grandes índices de endividamento.

4 RESULTADOS

Nesse capítulo, são apresentados os resultados da pesquisa segregados em: estatística descritiva, análise bivariada dos dados, resultados para os modelos de previsão de resultados futuros e resultados para os modelos de retornos das ações.

4.1 Estatística Descritiva

Na Tabela 1, ilustra-se a distribuição de frequência do número de observações para a variável BTM das companhias abertas ao longo dos anos analisados (2003 até 2012). Ressalta-se que os anos de 2002 e 2013 foram utilizados como base para escalonar as variáveis de 2004 e, assim, sucessivamente. Constata-se que o Brasil é o país com maior número de observações para a referida variável (2.161), ou seja, 43,01% das observações, e a Argentina, do lado oposto, é o país com menor número de observações (476), o que representa 9,47% do total das BTM do período estudado.

Tabela 1- Número de Observações para BTM Abrangidas na Amostra ao Longo dos Anos

Ano	Argentina		Brasil		Chile		México		Peru		Total Obs.
	Obs.	%	Obs.	%	Obs.	%	Obs.	%	Obs.	%	
2003	46	10,18%	175	38,72%	87	19,25%	86	19,03%	58	12,83%	452
2004	46	9,79%	191	40,64%	87	18,51%	86	18,30%	60	12,77%	470
2005	47	9,55%	205	41,67%	88	17,89%	90	18,29%	62	12,60%	492
2006	48	9,39%	219	42,86%	91	17,81%	91	17,81%	62	12,13%	511
2007	48	9,01%	243	45,59%	93	17,45%	87	16,32%	62	11,63%	533
2008	48	8,97%	243	45,42%	95	17,76%	86	16,07%	63	11,78%	535
2009	48	9,09%	236	44,70%	95	17,99%	85	16,10%	64	12,12%	528
2010	48	9,43%	221*	43,42%	94*	18,47%	83	16,31%	63*	12,38%	509
2011	49	9,74%	219	43,54%	94	18,69%	79	15,71%	62	12,33%	503
2012	48*	9,78%	209	42,57%	94	19,14%	77*	15,68%	63	12,83%	491
Total	476	9,47%	2.161	43,01%	918	18,27%	850	16,92%	619	12,32%	5.024

* ano de adoção das IFRS.

Fonte: a pesquisadora

Verifica-se na Tabela 1 que nos países Argentina, Brasil, Chile, México e Peru houve uma redução, no ano de adoção das IFRS, no número de empresas que apresentaram BTM. O Brasil se destaca dentre eles como o país com maior redução no número de observações para a variável BTM: de 236 observações no ano de 2009 reduz para 221 no ano de 2010.

Na Tabela 2, são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis contínuas do Modelo de previsão de resultados futuros e do Modelo de retorno das ações para os cinco países da América Latina que compõem a amostra. Os dados individuais por país são exibidos no Apêndice A.

A amostra total dessa pesquisa é composta por 5.800 observações ($N \times T$) e a amostra sem *outliers* ($N \times T = 5.065$). Como a distribuição dos retornos das ações e dos resultados futuros na presente pesquisa apresentou-se muito volátil, optou-se por trabalhar com a amostra sem *outliers*, conforme desvio-padrão. Para exclusão dos *outliers* utilizam-se os cálculos das estatísticas *dfits* para cada resíduo padronizado e adotou-se os pontos de corte sugeridos por Baum (2006), cujo critério reside em excluir as observações com $|dfits| > 2,0 (k/N)^{1/5}$, onde k =número parâmetros no modelo, e N =número de observações.

Tabela 2– Estatística Descritiva das Variáveis Contínuas

Jurisdição	Variável	Obs	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
América Latina	RET _{t+1}	4.481	0,110	1,073	-7,733	6,563
	EPS _{t+1}	4.671	0,237	1,924	-42,52	32,49
	EPS _t	4.689	0,215	1,927	-41,000	28,596
	BTD	5.029	0,008	0,146	-6,889	1,742
	BTDTE	3.330	-0,002	0,064	-0,965	0,904
	BTDP	5.029	0,010	0,151	-6,889	1,742
	IMOB	5.185	0,488	0,644	0,00	31,446
	LNAT	5.310	13,141	1,881	2,397	19,684
	ΔBTM	4.590	-0,041	0,635	-4,895	4,601
	AL	5.134	-0,025	0,340	-7,882	8,345

BTD = *book-tax differences* calculada como a diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; LT = valor do lucro tributável; LC = valor do lucro contábil; EPS_{t+1} = logaritmo do lucro líquido por ação da empresa i no ano $t+1$, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal $t-1$; EPS_t = logaritmo do valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t , escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal $t-1$. ROA = relação entre o lucro operacional e o ativo total médio da empresa i no ano t ; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t ; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano $t-1$ para o ano t ; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t ; AL = variação na alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano $t-1$; BTDTE = *book-tax differences* temporária; BTDP = *book-tax differences* permanente; RET_{t+1} = logaritmo do retorno de uma ação da empresa i no ano t em 30 de abril após o ano fiscal t .

Fonte: a pesquisadora

As médias e os desvios-padrão das BTD, BTDTE, BTDP estão próximos de zero, visto que eles foram escalonados pelo ativo total defasado e representam um percentual desses ativos. Os valores encontrados para a média de BTD (0,008) da América Latina estão próximos daqueles encontrados por Tang (2006) para o mercado de capitais Chinês (-0,010), Wilson (2009) (0,02) e por Costa (2012) para o Brasil (0,007).

Os valores encontrados para as médias das BTDTE (-0,002) para a América Latina se aproximam daqueles expostos por Hanlon (2005) para o mercado norte americano (0,001) e

por Costa (2012) para o Brasil (-0,006). As diferenças temporárias na América Latina apresentam sinal negativo, evidenciando que o lucro tributável é maior do que o lucro contábil para as diferenças que serão revertidas em momentos futuros. Para as médias das BTDP também foram encontrados valores próximos (0,010) aos expostos pela literatura anterior. Comprix, Graham e Moore (2012) demonstraram média de 0,02 e Costa (2012) encontrou média de 0,012 no mercado de capitais brasileiro.

Para a variável RET_{t+1} exibe-se média de 0,110 para países da América Latina (Tabela 2), onde a Argentina foi o país com menor média (0,050) e o Peru o de maior média (0,250) (Apêndice A). Quando comparados aos retornos do mercado acionário chinês (0,504), apresentados por Tang (2006), verifica-se que as empresas da América Latina tiveram menores retornos dos preços das ações nesse período. Os resultados para a média do IMOB, expostos no Apêndice A, mostram que dentre os países estudados o Chile destaca-se como o de maior volume de investimentos em ativos fixos (0,534) e o Brasil o de menor (0,447) em relação ao ativo total defasado. Costa (2012) encontrou uma média de (0,385) para as empresas brasileiras no período de 1996-2010, sugerindo que de 2010 a 2014 houve aumento no volume de investimento em ativos fixos pelas companhias abertas brasileiras.

Como o ativo total representa o tamanho da empresa (nesse estudo, log do ativo total), verifica-se na Tabela 2 que o tamanho médio das empresas de países da América Latina é de (13,141), dentre eles, constata-se no Apêndice A, que o Peru é o país com as menores empresas (12,143) e o México com as maiores (13,797). Costa (2012) mostrou que, no período de 1996-2010, a média dos ativos das empresas brasileiras era de (14,254) quando comparados com a média dessa pesquisa (13,572), sugerindo uma redução no tamanho das companhias abertas brasileiras.

Verifica-se com a análise da AL que o Brasil apresentou maior crescimento na média da AL (0,034), e conforme Apêndice A, a Argentina se destaca com a maior queda no nível de AL (-0,0001). Em média, houve uma redução na AL das companhias abertas da América Latina componentes da amostra da pesquisa (-0,025).

A média para a variável ΔBTM na América Latina é de (-0,041), sugerindo que o valor de mercado é maior do que o valor contábil do PL dessas empresas. As empresas peruanas são as que apresentam menor média (-0,130) dentre os países pesquisados, indicando maior distanciamento do valor contábil do PL do valor de mercado (Apêndice A). As empresas do Chile são as que exibem menor média (0,035), mostrando que o valor contábil do PL das empresas chilenas é o que mais se aproxima do valor de mercado, quando comparadas as demais empresas da pesquisa (Apêndice A).

Na Tabela 3, são apresentadas as proporções das variáveis binárias dos modelos. Conforme Ayres, Laplante e McGuire (2010), as mudanças no sinal das BTB influenciam na relevância dos números contábeis para os usuários externos. Dentre os países estudados, a Argentina mostra maior variação no quintil mais baixo das BTB - VNBTD (27,52%) e o Peru a menor variação (14,22%). Em relação à variação no quintil mais alto das BTB, o Brasil apresenta maior número de variações desse tipo (7,36%) e a Argentina a menor (1,47%). Esses países demonstram comportamentos diferentes para as variações nas BTB, o que era esperado diante das afirmações de Bae, Tan e Welker (2008), de que o conjunto de normas contábeis é definido pelas peculiaridades de cada país.

Verifica-se que (18,33%) das empresas da amostra da pesquisa apresentaram variação negativa no quintil mais baixo das BTB e (5,49%) exibiram variações positivas no quintil mais alto das BTB. Em ambos os casos de variações das BTB, elas podem ser interpretadas como perda da qualidade dos ganhos (HANLON, 2005; AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2010).

Verifica-se por meio da análise das proporções do LC, expostas na Tabela 3, que 17,53% desses lucros, dos componentes divulgados da amostra da América Latina, são negativos e 82,47% são positivos. Dentre os países, as empresas argentinas reportam o maior número de LC negativo (25,21%), e as empresas peruanas têm o maior indicador de LC positivo (89,97%). Quanto ao lucro tributável, no contexto da América Latina, 9,38% do LT apurado é negativo e 90,62% positivo. As empresas argentinas também são responsáveis pelo maior volume de LT negativo (16,44%), e o Brasil como o menor (4,16%).

Tabela 3– Proporção das variáveis binárias

Variável	Descrição	Argentina		Brasil		Chile		México		Peru		América Latina	
		N. Obs	% Obs	N. Obs	% Obs	N. Obs	% Obs	N. Obs	% Obs	N. Obs	% Obs	N. Obs	% Obs
LC	0 LAIR negativo	121	25,21%	463	19,31%	129	13,93%	162	17,72%	63	10,03%	938	17,53%
	1 LAIR positivo	359	74,79%	1.935	80,69%	797	86,07%	752	82,28%	565	89,97%	4.414	82,47%
	Total	480	100%	2.398	100%	926	100%	914	100%	628	100%	5.352	100%
LT	0 LT negativo	74	16,44%	91	4,16%	135	14,66%	130	15,20%	38	6,61%	468	9,38%
	1 LT positivo	376	83,56%	2.095	95,84%	786	85,34%	725	84,80%	537	93,39%	4.524	90,62%
	Total	450	100%	2.186	100%	921	100%	855	100%	575	100%	4.992	100%
VNBTD	0 demais Δ na BTd	345	72,48%	1.738	80,43%	784	85,22%	708	83,29%	531	85,78%	4.109	81,67%
	1 Δ na BTd no quintil mais baixo	131	27,52%	423	19,57%	136	14,78%	142	16,71%	88	14,22%	922	18,33%
	Total	476	100%	2.161	100%	920	100%	850	100%	619	100%	5.031	100%
VPBTD	0 demais Δ na BTd	469	98,53%	2.002	92,64%	869	94,66%	824	96,94%	584	94,35%	4.753	94,51%
	1 Δ na BTd no quintil mais alto	7	1,47%	159	7,36%	49	5,34%	26	3,06%	35	5,65%	276	5,49%
	Total	476	100%	2.161	100%	918	100%	850	100%	619	100%	5.029	100%

LC= variável binária com valor 1 se a empresa divulgou LAIR positivo e 0 caso contrário; LT = variável binária com valor 1 se a empresa apresentou lucro tributável positivo e 0 caso contrário; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTd no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTD variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTd no quintil mais alto e 0 para as demais.

Fonte: a pesquisadora

4.2 Análise Bivariada

As correlações, para os dados da América Latina, entre a variável dependente retorno futuro (EPS_{t+1}) e as variáveis dependentes tais como: BTD total, imobilizado bruto, ativo total, ΔBTM e alavancagem, são apresentadas na Tabela 4. Constata-se que não existem problemas de correlação entre as variáveis do modelo de previsão de retornos futuros. Segundo Gujarati e Porter (2011), tem-se problema de multicolinearidade no modelo se os coeficientes de correlação entre dois regressores forem maior que 0,80.

Tabela 4 – Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTD Total para a América Latina

	EPS_{t+1}	EPS_t	BTD	$IMOB$	$LNAT$	ΔBTM	AL
EPS_{t+1}	1,0000						
EPS_t	0,5092 (0,0000)	1,0000					
BTD	0,1472 (0,0000)	0,2855 (0,0000)	1,0000				
$IMOB$	-0,0162 1,0000	-0,0129 1,0000	-0,0253 1,0000	1,0000			
$LNAT$	0,0782 (0,0000)	0,0874 (0,0000)	0,0505 0,0071	0,0724 (0,0000)	1,0000		
ΔBTM	0,0055 1,0000	0,0122 1,0000	0,0260 1,0000	-0,0111 1,0000	0,0113 1,0000	1,0000	
AL	-0,0048 1,0000	-0,1083 (0,0000)	0,0400 0,1076	0,2771 (0,0000)	-0,0120 1,0000	-0,0486 0,0243	1,0000

EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano $t+1$, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal $t-1$; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t , escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal $t-1$; BTD = diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável; $IMOB$ = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; $LNAT$ = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t ; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano $t-1$ para o ano t ; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t ; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano $t-1$,

Fonte: a pesquisadora

Conforme o trabalho de Tang (2006), a variável EPS_{t+1} apresenta correlação positiva e com significância estatística com a variável EPS_t . A variável BTD apresenta correlação positiva e estatisticamente significativa com EPS_{t+1} e EPS_t , parcialmente semelhante ao trabalho de Tang (2006), que encontrou correlação positiva e estatisticamente significativa com a variável EPS_t . A variável tamanho da empresa ($LNAT$) apresenta correlação positiva e significativa com as variáveis EPS_{t+1} , EPS_t e $IMOB$ (Tabela 4), ou seja, quanto maior o tamanho da empresa, maiores são as expectativas de resultados futuros, resultados correntes, e maior o nível de imobilização da companhia. A variável alavancagem (AL) está

negativamente correlacionada com o resultado corrente (o que é esperado), visto que, quanto maior o nível de endividamento, maior as despesas de juros, o que pode impactar negativamente nos resultados das empresas. Essa variável apresenta correlação positiva com o nível de imobilização das companhias, o que pode indicar que as empresas da América Latina captam recursos em longo prazo para aquisição de ativos fixos.

Os resultados para o teste fator de inflação de variância (VIF) mostram que não há problemas de multicolinearidade com os dados para a equação de resultados futuros e BTM total, e o menor valor encontrado foi para ($\Delta BTM = 1,00$) e maior valor para ($EPS_t = 1,09$), conforme demonstrado no Apêndice B. Esses achados estão distantes do parâmetro de referência de 10 indicado por Gujarati e Porter (2012).

Na Tabela 5, verifica-se que não existe valor de correlação entre dois regressores maior do que 0,80 para o modelo de previsão de resultados futuros e os componentes das BTM permanentes, temporárias e as demais variáveis utilizadas na pesquisa, portanto não há problemas com a equação utilizada (GUJARATI; PORTER, 2011). Verifica-se que a variável dependente EPS_{t+1} apresenta correlação positiva estatisticamente significativa com as variáveis independentes: EPS_t , BTDP, e LNAT. Tais resultados indicam que elas estão associadas com as expectativas de resultados correntes, as BTM permanentes, e o tamanho das companhias abertas de países da América Latina.

Nesse modelo, as BTM totais foram desmembradas por tipo BTM permanentes e BTM temporárias, com isso, verifica-se que as BTM permanentes estão associadas positivamente com EPS_{t+1} , EPS_t , e negativamente com as BTMTE. A variável IMOB apresenta correlação positiva com as BTM temporárias, o que é esperado, segundo Blaylock, Shevlin e Wilson (2012). Os gestores fazem tratamentos diferenciados para um mesmo evento econômico em virtude de duas normas (regras fiscais e normas contábeis), nesse caso, para a forma de depreciação dos bens do imobilizado da empresa. Quanto maior o nível de imobilização da companhia, maior as diferenças entre o resultado contábil e o resultado tributário, em decorrência de despesas de depreciação registradas de forma diferentes nesses dois resultados.

A variável LNAT também apresenta correlação positiva e significativa com as variáveis EPS_{t+1} , EPS_t e IMOB (Tabela 5), no modelo de regressão com BTM temporária e BTM permanente. Ainda no modelo utilizando BTMTE e BTDP, a variável alavancagem (AL) apresenta correlação negativa com as variáveis EPS_t , positiva com IMOB. Ela mostra também correlação positiva e significativa com as BTM temporárias, o que pode ser justificado em virtude de quanto maior o nível de endividamento da empresa, maior será a diferença temporária no reconhecimento das despesas com juros.

Tabela 5- Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTDP Permanente e Temporária para a América Latina

	EPS _{t+1}	EPS _t	BTDPTE	BTDP	IMOB	LNAT	ΔBTM	AL
EPS _{t+1}	1,0000							
EPS _t	0,5092 (0,0000)	1,0000						
BTDPTE	0,0231 1,0000	0,0305 1,0000	1,0000					
BTDP	0,1293 (0,0000)	0,2541 (0,0000)	-0,4518 (0,0000)	1,0000				
IMOB	-0,0162 1,0000	-0,0129 1,0000	0,1822 (0,0000)	-0,0640 0,0002	1,0000			
LNAT	0,0782 (0,0000)	0,0874 (0,0000)	0,0173 1,0000	0,0465 0,0273	0,0724 (0,0000)	1,0000		
ΔBTM	0,0055 1,0000	0,0122 1,0000	0,0428 0,5669	0,0140 1,0000	-0,0111 1,0000	0,0113 1,0000	1,0000	
AL	-0,0048 1,0000	-0,1083 (0,0000)	0,1726 (0,0000)	-0,0129 1,0000	0,2771 (0,0000)	-0,0120 1,0000	-0,0486 0,0324	

EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; BTDPTE= diferença temporária entre o lucro contábil e o lucro tributável; BTDP= diferença permanente entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1,

Fonte: a pesquisadora

Para o modelo de cálculo com os tipos temporário e permanente de BTDP, os resultados do teste VIF exibem como menor valor (ΔBTM = 1,01) e maior valor (BTDP = 1,40), portanto, não há problemas de multicolinearidade com os dados (GUJARATI; PORTER, 2012).

Na Tabela 6 e 7, estão expostos os resultados para a correlação entre as variáveis das Equações dos retornos das ações, as BTDP totais, permanentes, temporárias e, as variáveis de controle. Constata-se que não há problemas de correlação com os dois modelos, pois os valores ficam abaixo do parâmetro (0,80) indicado por Gujarati e Porter (2012). Verifica-se que a variável dependente (RET_{t+1}), exposta na Tabela 6, está positivamente e estatisticamente significativa correlacionada com EPS_t, conforme Tang (2006), indicando que os resultados atuais podem estar relacionados com os preços das ações. Tem-se também correlação positiva e significativa entre RET_{t+1} e ΔBTM, logo, sugere-se que a diferença entre o valor de mercado e contábil do PL pode influenciar nos preços das ações.

As variações nos ganhos atuais exibem correlação positiva e significativa com os ganhos atuais. A variável BTDP total apresenta associação positiva e significativa com as variáveis ΔEPS e EPS_t. Presume-se que quanto maior o nível das BTDP, maiores serão os

resultados das companhias. O tamanho da empresa apresenta correlação significativa e positiva com os ganhos atuais, logo, infere-se que maiores empresas terão maiores resultados; e com o nível de imobilização, ou seja, quanto maior a empresa maior o investimento em ativos fixos.

A variável ΔBTM , por sua vez, apresenta correlação negativa e significativa com o retorno das ações, condizente com o que diz Costa (2012) de que a redução na assimetria da informação reflete nos preços das ações das companhias. A variável alavancagem nesse modelo de retorno das ações também apresenta correlação significativa e negativa com os ganhos atuais e positiva com o nível de imobilização.

Tabela 6 - Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Retorno das Ações e BTM Total para a América Latina

	RET_{t+1}	EPS_t	ΔEPS	BTD	IMOB	LNAT	ΔBTM	AL
RET_{t+1}	1,0000							
EPS_t	0,1222 (0,0000)	1,0000						
ΔEPS	0,0575 0,0035	0,4795 (0,0000)	1,0000					
BTD	0,0308 1,0000	0,2855 (0,0000)	0,1586 (0,0000)	1,0000				
IMOB	0,0395 0,2357	-0,0129 1,0000	-0,0077 1,0000	-0,0253 1,0000	1,0000			
LNAT	-0,0298 1,0000	0,0874 (0,0000)	0,0160 1,0000	0,0505 0,0095	0,0724 (0,0000)	1,0000		
ΔBTM	-0,1063 (0,0000)	0,0122 1,0000	-0,0255 1,0000	0,0260 1,0000	-0,0111 1,0000	0,0113 1,0000	1,0000	
AL	0,0523 0,0155	-0,1083 (0,0000)	-0,0787 (0,0000)	0,0400 0,1435	0,2771 (0,0000)	-0,0120 1,0000	-0,0486 0,0324	1,0000

RET_{t+1} = retorno de uma ação da empresa i no ano t em 30 de abril após o ano fiscal t; EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; BTD= diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

No Apêndice B, são expostos os resultados dos testes VIF para o modelo de regressão dos retornos das ações e as BTD totais. Verifica-se que a variável ΔBTM apresenta o menor valor (1,00) e a variável EPS_t o maior valor (1,55), todos dentro do limite de 10,0 proposto por Gujarati e Porter (2012).

Os resultados das correlações para o modelo de regressão de resultado das ações e BTM temporária e permanente estão expostos na Tabela 7. Assim como no modelo dos retornos das ações e as BTM totais, a variável RET_{t+1} apresenta correlação significativa e positiva com os resultados correntes e correlação negativa com ΔBTM . Logo, espera-se que os coeficientes dessa variável dependente estejam associados a essas variáveis independentes.

A variável BTM temporária não apresenta associação estatisticamente significativa com as demais variáveis do modelo. O tipo de BTM permanente, por sua vez, apresenta associação positiva e significativa com os ganhos correntes e com as BTM temporárias, e espera-se que quanto maior a magnitude das BTM permanentes, maiores os resultados atuais das companhias.

Tabela 7 - Matriz de Correlação de Pearson para Modelo de Retorno das Ações e BTM Temporária e Permanente para a América Latina

	RET_{t+1}	EPS_t	ΔEPS	BTMTE	BTMP	IMOB	LNAT	ΔBTM	AL
RET_{t+1}	1,0000								
EPS_t	0,1222 (0,0000)	1,0000							
ΔEPS	0,0575 0,0046	0,4795 (0,0000)	1,0000						
BTMTE	0,0188 1,0000	0,0305 1,0000	-0,0396 1,0000	1,0000					
BTMP	0,0212 1,0000	0,2541 (0,0000)	0,1594 (0,0000)	-0,4518 (0,0000)	1,0000				
IMOB	0,0395 0,3030	-0,0129 1,0000	-0,0077 1,0000	0,1822 (0,0000)	-0,0640 0,0002	1,0000			
LNAT	-0,0298 1,0000	0,0874 (0,0000)	0,0160 1,0000	0,0173 1,0000	0,0465 0,0351	0,0724 (0,0000)	1,0000		
ΔBTM	-0,1063 (0,0000)	0,0122 1,0000	-0,0255 1,0000	0,0428 0,7289	0,0140 1,0000	-0,0111 1,0000	0,0113 1,0000	1,0000	
AL	0,0523 0,0199	-0,1083 (0,0000)	-0,0787 (0,0000)	0,1726 (0,0000)	-0,0129 1,0000	0,2771 (0,0000)	-0,0120 1,0000	-0,0486 0,0416	1,0000

RET_{t+1} = retorno de uma ação da empresa i no ano t em 30 de abril após o ano fiscal t; EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; BTMTE= diferença temporária entre o lucro contábil e o lucro tributável; BTMP= diferença permanente entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

O nível de imobilização das empresas está positivamente correlacionado com as BTM temporárias, o que era esperado, pois quanto maior for o investimento em ativos fixos, maiores as despesas com depreciação e, conseqüentemente, as diferenças entre o resultado contábil e o resultado tributário, visto que, as regras para o registro das depreciações são

dísparos entre as normas contábeis e as regras fiscais. O tamanho da empresa, nesse modelo, também está positivamente correlacionado com os resultados correntes e o nível de imobilização das companhias. As demais variáveis (ΔBTM e AL) apresentaram os mesmos resultados para as correlações do modelo com BTD total .

Os resultados do teste VIF (Apêndice B) mostram que não há problema de multicolinearidade para o modelo de retorno das ações e tipos de BTD temporária e permanente. Verifica-se que os menores valores apresentados foram (1,01) para ΔBTM e o maior valor para BTDP (1,39), ou seja, dentro dos limites recomendados.

4.3 Resultados para o Modelo para Previsão de Resultados Futuros

Para testar a utilidade dos tipos de BTB para prever os resultados futuros, o lucro por ação do ano atual e os tipos de BTB são regredidos com lucro por ação do ano seguinte, conforme a Equação 6. São acrescentadas também variáveis de controle recomendadas pela literatura anterior ao modelo original de Tang (2006), descrito na Equação 5.

4.3.1 Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados futuros e BTB total

A escolha entre os modelos analíticos para dados em painel foi realizada por meio dos testes de *Chow*, *Lagrange Multiplier (LM)* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*. Os resultados apresentados na Tabela 8 mostram que a técnica de estimação dos coeficientes adequada é o modelo de efeitos fixos para a análise conjunta dos países da América Latina.

Tabela 8 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman

País	<i>Breusch-Pagan</i>	<i>Hausman</i>	<i>Chow</i>	Especificação Adequada
	Chi2	Chi2	F	
Argentina	0,00	70,26***	2,29***	Efeito Fixo
Brasil	0,00	69,60***	1,02	<i>Pols</i>
Chile	0,70	38,55***	1,23*	<i>Pols</i>
Peru	0,00	70,26***	1,30*	<i>Pols</i>
México	0,12	34,64***	2,23***	Efeito Fixo
América Latina	1,95*	226,61***	1,43***	Efeito Fixo

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%

Fonte: a pesquisadora

Os resultados do modelo de regressão, com base nas BTB total (Tabela 09), evidenciam R^2 de 0,3829 e a estatística do teste F igual a 33,85 com significância estatística ao nível de 1%, sugerindo que a média de todos os regressores conjuntamente não pode ser igual a zero. Logo, as variáveis independentes parecem contribuir para a previsão de resultados futuros. Na Tabela 9, são exibidos os resultados para as três técnicas de estimação, todavia, serão comentados apenas os achados para o modelo efeito fixo considerado o mais apropriado para a Equação 6.

Os achados para o modelo que busca a associação das BTB totais com a previsão de resultados futuros, para países da América Latina, mostram que a variável EPS_{it} apresenta sinal positivo (conforme esperado) e com significância estatística (1%). Ou seja, os resultados

correntes das companhias abertas de alguns países da América Latina influenciam os investidores na previsão de resultados futuros. Esses achados são semelhantes aos de Tang (2006), em que os resultados correntes estão positivamente associados aos resultados futuros no contexto do mercado de capitais chinês.

A variável BTM apresenta sinal negativo e significância estatística ($p < 0,01$), conforme esperado para a hipótese H_1 dessa pesquisa. Logo, mostra relação com os resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina, portanto, conclui-se que quanto maior (menor) o nível das BTM total, menor (maior) a expectativa quanto aos resultados futuros da empresa. Por conseguinte, aceita-se a hipótese H_1 : quanto maior o nível da BTM total, menores são as expectativas quanto aos resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.

Tabela 9 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTM Total

$EPS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BTM_{it} + \beta_3 IMOB_{it} + \beta_4 LNAT_{it} + \beta_5 \Delta BTM_{it} + \beta_6 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$										
Variável	Sinal Previsto	Modelos de Regressão								
		POLS			Fixed effects			Random effects		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	z
Intercepto	?	0,08		(1,21)	1,43	***	(6,03)	0,10		(1,47)
EPS_{it}	(+)	0,60	***	(18,02)	0,51	***	(12,76)	0,58	***	(17,18)
BTM	(-)	-0,38	***	(-2,71)	-0,94	***	(-5,83)	-0,47	***	(-3,41)
IMOB	(-)	-0,08	***	(-3,35)	-0,08	**	(-2,12)	-0,08	***	(-3,56)
LNAT	?	0,01		(1,05)	-0,09	***	(-5,26)	0,00		(0,74)
ΔBTM	(-)	-0,00		(-0,15)	0,01		(0,63)	-0,00		(-0,03)
AL	(-)	0,16	***	(2,72)	0,12	***	(6,03)	0,16	***	(2,78)
N x T		3.925			3.925			3.925		
F ou Wald test		71,93***			33,85***			372,41***		
$R^2 - Ajust.$		0,3937			0,3829			0,6853		

* $p < 10\%$; ** $p < 5\%$; *** $p < 1\%$.

EPS_{it+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano $t+1$, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal $t-1$; EPS_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t , escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal $t-1$; BTM = *book-tax differences* calculada como a diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t ; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano $t-1$ para o ano t ; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t ; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano $t-1$.

Fonte: a pesquisadora

Em algumas jurisdições, como por exemplo, na China, as informações apreendidas nas BTM são mais relevantes do que o próprio resultado reportado aos investidores (TANG, 2006). Com os resultados encontrados comentados no parágrafo anterior, no contexto da América Latina, os resultados indicam que tanto os resultados atuais quanto as BTM totais, são relevantes para os investidores na previsão de resultados vindouros das companhias.

Além disso, nesses países em que havia maior conformidade financeira e fiscal (CFF), os componentes das informações contábeis, tais como IMOB, LNAT e AL, podem ser úteis

para a previsão de resultados futuros, conforme evidenciado na Tabela 9, já que os resultados para todas essas variáveis apresentam significância estatística. Portanto, quanto maior o nível de imobilização das empresas, menores as previsões de resultados futuros, o que pode representar os investidores interpretando que quanto maior o nível de investimento em ativos fixos, maiores as despesas com depreciação e, conseqüentemente, menores os resultados da empresa.

O tamanho da empresa está negativamente associado com a previsão de resultados ($p < 0,01$), ou seja, os acionistas interpretam que quanto maior a empresa, menores as previsões para os resultados futuros da companhia. Esses resultados são condizentes com a afirmação de Cullinan (1999), de que as empresas tendem a fazer escolhas contábeis motivadas pelo tamanho porque buscam reduzir seus custos políticos. A variável alavancagem apresenta associação positiva (contrário ao esperado) e estatisticamente significativa com a predição de ganhos correntes, ou seja, quanto maior a alavancagem da empresa maior a expectativa quanto os resultados futuros da companhia.

A variável de controle ΔBTM apresentou sinal divergente do esperado, (sinal positivo), todavia, sem significância estatística. O coeficiente positivo e estatisticamente significativo para essa variável indica aumento na assimetria de informação entre investidores e a empresa. No contexto de alguns países da América Latina não se pode fazer inferências sobre o uso dessa informação pelos investidores.

Os resultados expostos na Tabela 9 confirmam parcialmente os achados de Yoon (2008), quando comparou a relevância da informação contábil entre países de considerados de baixa CFF e países de considerados de alta CFF. Nos países de alta CFF as variações nas vendas, despesas com depreciação e os valores fiscais são menos relevantes para os usuários das demonstrações financeiras quando comparados com países de baixa CFF (YOON, 2008). Diante da premissa de que os gestores são mais propensos a tomar decisões com o intuito de tentar reduzir seus gastos fiscais, em contextos de alta CFF, o objetivo maior seria a redução dos tributos e não a informação relevante que reflete nas expectativas de resultados futuros (YOON, 2008). Nos cinco países da América Latina, objeto dessa pesquisa, tanto as informações fiscais quanto as informações contábeis são relevantes para os investidores.

Na Tabela 10, são apresentados os resultados para o modelo de previsão de resultados futuros e as BTM totais por país da América Latina. São apresentados os resultados para os modelos estimados considerados adequados, de acordo com os testes de *Chow*, *Lagrange Multiplier (LM)* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, evidenciados na Tabela 8. Para a Argentina e

o México, os testes indicam o modelo de efeitos fixos como o mais adequado, e para os países Brasil, Chile e Peru os testes mostram o modelo POLS como mais adequado.

Os valores de R^2 para as regressões com os dados de cada país, a alta significância estatística para os testes F e Wald (p-valor $<0,01$), expostos na Tabela 10, mostram que o modelo de dados em painel é apropriado para a investigação por país. Observa-se que os países apresentam comportamento semelhante, para todos eles há uma associação positiva entre os ganhos correntes e a expectativa de resultados futuros, conforme o esperado. No Chile, no Brasil, no Peru e no México a significância dessa associação é de 1%, na Argentina não há significância estatística. Ou seja, os investidores nas empresas dos países Brasil, Chile, Peru e México consideram que quanto maior o resultado por ação apresentado pela empresa maiores as expectativas de resultados futuros.

Quanto a BTD total, todos os países apresentam coeficientes negativos conforme o esperado: no Brasil (p-valor $<0,05$), no Chile (p-valor $<0,05$), no México (p-valor $<0,01$), e no Peru (p-valor $<0,01$). Ou seja, os agentes econômicos desses quatro países consideram que quanto maior o nível das BTD, menores as expectativas de rendimentos futuros. Esses achados confirmam os resultados da pesquisa de Tang (2006), visto que, os resultados encontrados por ela foram de associação negativa entre BTD e expectativa de rendimentos futuros. Para os resultados com as empresas argentinas, não foi encontrada significância estatística, logo, não há como afirmar se as informações apreendidas nas BTD são úteis para os investidores nessas empresas.

Esses resultados, para a variável BTD, podem ser um indício dos usuários das demonstrações financeiras das companhias brasileiras, chilenas, peruanas e mexicanas, interpretando as maiores magnitudes de BTD como desempenhos inferiores nos próximos anos. Esses achados são semelhantes aos encontrados por Hanlon (2005) com dados de empresas dos Estados Unidos. Segundo a autora, as companhias com maiores níveis das BTD têm rendimentos futuros menos persistentes quando comparadas com empresas com menores diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável.

Pode-se dizer, ainda, que os investidores nas companhias abertas chilenas consideram as informações contidas nas BTD mais relevantes do que o ganho corrente na previsão de resultados futuros, visto que a significância estatística para a variável BTD foi de 1% e para a variável EPS_{it} foi de apenas 5%. Nos cinco países da América Latina esse comportamento não é observado, pois a variável EPS_{it} apresenta significância estatística igual ou superior a

variável BTM, portanto, a informação contábil nesse contexto tem relevância igual ou superior à informação fiscal.

Nem todas as variáveis de controle estudadas possuem associação com a previsão de resultados futuros, e essa associação encontrada para algumas não é igual entre os países pesquisados. O tamanho da empresa é relevante para os investidores nas companhias argentinas (p-valor $<0,01$), mexicanas (p-valor $<0,01$) e peruanas (p-valor $<0,05$) na previsão de resultados futuros. Quanto maior o tamanho da empresa, menores os resultados futuros da companhia. Esse comportamento pode ser justificado pelo fato de que as empresas buscam reduzir seus custos políticos, conforme Costa, Silva e Laurencel (2013).

A variável ΔBTM apresenta coeficiente com significância estatística apenas para as empresas do Chile (p-valor $< 0,01$) e do México (p-valor $<0,05$). Contudo, os sinais desses dois países são divergentes: no contexto do Chile sinal positivo, dando indícios de aumento na assimetria de informação entre os participantes do mercado chileno e as empresas, e coeficiente negativo para as empresas mexicanas. No caso do México, sugere-se que o mercado está de acordo com os números contábeis reportados pelas companhias abertas mexicanas. Para os demais países não se pode inferir sobre a variável ΔBTM , porque não apresentaram resultados com significância estatística. O coeficiente negativo para essa variável indica redução na assimetria da informação entre os agentes econômicos quanto aos valores divulgados pelas empresas (COSTA, 2012).

Em relação à alavancagem das empresas, verifica-se na Tabela 10, que apenas o Brasil e o México apresentam coeficientes estatisticamente significantes. Para o Brasil o coeficiente é positivo, indicando que quanto maior o volume de dívidas em longo prazo das empresas brasileiras, maiores as incertezas dos investidores quanto aos rendimentos futuros, justificado pelo risco das empresas com maiores índices de endividamento (AYRES; LAPLANTE; MCGUIRE, 2012). Além disso, os participantes do mercado podem interpretar maior nível de endividamento como aumentos nas despesas de juros e, conseqüentemente, menores resultados futuros. Para as empresas do México, o coeficiente exibido é positivo, ou seja, o maior endividamento das empresas reduz as incertezas dos participantes do mercado quanto às companhias mexicanas componentes da amostra.

Tabela 10 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e o Tipo de BTM Total – Por País

EPS _{it+1} = β ₀ + β ₁ EPS _{it} + β ₂ BTD _{it} + β ₃ IMOB _{it} + β ₄ LNAT _{it} + β ₅ ΔBTM _{it} + β ₆ AL _{it} + ε _{t+1}																
Variável	Sinal Previsto	País														
		ARGENTINA			BRASIL			CHILE			PERU			MÉXICO		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t
Intercepto	?	1,22	***	(3,42)	0,15		(1,22)	0,04		(0,63)	0,51	***	(3,02)	0,86	***	(3,32)
EPS _{it}	(+)	0,14		(1,47)	0,59	***	(20,54)	0,80	**	(19,58)	0,92	***	(11,26)	0,65	***	(10,57)
BTM	(-)	-0,11		(-0,25)	-0,56	**	(-2,45)	-0,57	**	(-2,36)	-0,73	***	(-3,90)	-0,54	***	(-3,59)
IMOB	(-)	0,04		(1,15)	-0,08	*	(-1,89)	-0,01		(-0,27)	-0,08		(-1,65)	-0,02		(-0,61)
LNAT	?	-0,09	***	(-3,27)	0,00		(0,36)	0,00		(0,12)	-0,02	**	(-2,17)	-0,05	***	(-3,03)
ΔBTM	(-)	-0,01		(-0,34)	-0,03		(-1,27)	0,08	**	(3,27)	-0,02		(-0,89)	-0,02	**	(-2,35)
AL	(-)	-0,16		(-1,17)	0,21	***	(2,99)	0,03		(0,59)	-0,07		(-1,17)	-0,06	*	(-1,85)
Modelo		Efeito Fixo			POLS			POLS			POLS			Efeito Fixo		
N x T		413			1.738			753			374			615		
F ou Wald		2,97***			71,46***			90,26***			53,10***			22,32***		
R ² – Ajust.		0,0108			0,4828			0,5811			0,6345			0,3190		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; BTM = *book- tax differences* calculada como a diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

4.3.2 Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados futuros e BTD Temporária e Permanente

Na Tabela 11, são demonstrados os resultados dos testes de *Chow*, *Lagrange Multiplier (LM)* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, utilizados para a escolha do modelo analítico para dados em painel para a Equação 8. A técnica de estimação dos coeficientes adequada é o modelo de efeitos fixos para a análise conjunta de países da América Latina.

Tabela 11 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman

País	<i>Breusch-Pagan</i>	<i>Hausman</i>	<i>Chow</i>	Especificação Adequada
	Chi2	Chi2	F	
Argentina	0,00	26,40***	1,77**	<i>Efeito Fixo</i>
Brasil	0,00	35,30***	1,21**	<i>Efeito Fixo</i>
Chile	0,00	35,30**	1,03	<i>Pols</i>
Peru	0,00	26,71***	1,30	<i>Pols</i>
México	0,12	39,29***	1,99***	<i>Efeito Fixo</i>
América Latina	0,00	147,03***	1,15**	<i>Efeito Fixo</i>

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%

Fonte: a pesquisadora

Os resultados para a associação entre os tipos de BTD permanente e temporária com a previsão de resultados futuros, para as empresas de países da América Latina, são apresentados na Tabela 12. Para esse modelo de regressão também verifica-se que as variáveis independentes estão relacionadas com a variável dependente EPS_{t+1} , visto que o teste F apresenta significância estatística.

Verifica-se que os ganhos atuais estão associados positivamente aos resultados futuros das empresas desses países da América Latina, conforme Tang (2006). Constata-se que existe associação estatisticamente significativa entre os tipos de BTD temporária e permanente com a previsão de resultados futuros da empresa, confirmando dentro do contexto estudado os resultados anteriormente encontrados (HANLON, 2005; YOON, 2008; BLAYLOCK, SHEVLIN; WILSON, 2012). Os resultados das pesquisas prévias determinam que a partição das BTD por tipo é mais relevante para os agentes econômicos na predição dos resultados futuros das empresas.

Quanto as BTD temporárias, os resultados indicam que quanto maior a magnitude desse tipo de BTD, menores serão os resultados futuros dessas companhias latinas americanas. Esses resultados oferecem indícios de que essas diferenças podem ser oriundas de

acréscimos discricionários, pois, de acordo com Blaylock, Shevlin e Wilson (2012) e Hanlon (2005) eles são menos persistentes e mais propensos a se reverterem no próximo período afetando os resultados vindouros das empresas.

É importante ressaltar, também, que como os resultados futuros são menos persistentes no contexto desses países da América Latina (quanto maior as BTDE, menores os EPS_{it+1}), as diferenças temporárias podem ser oriundas de gerenciamento de resultados e não de gerenciamento tributário. De acordo com Blaylock, Shevlin e Wilson (2012), nos casos de práticas de gerenciamento tributário, as empresas com maior magnitude de BTDE positivas irão apresentar maior persistência nos resultados futuros e nos acréscimos declarados.

Diante dos resultados apresentados para as BTDE temporárias, aceita-se a Hipótese H_6 dessa pesquisa de que quanto maior o nível de BTDE temporária, menor é a expectativa quanto o resultado futuro das companhias abertas de países da América Latina. Infere-se que quanto maior a magnitude das diferenças temporárias menos persistentes são os resultados futuros das empresas na Argentina, Brasil, Chile, Peru e México.

Tabela 12 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e os Tipos de BTDE Temporária e Permanente

$EPS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BTDE_{it} + \beta_3 BTDP_{it} + \beta_4 IMOB_{it} + \beta_5 LNAT_{it} + \beta_6 \Delta BTM_{it} + \beta_7 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$										
Variável	Sinal Previsto	Modelos de Regressão								
		POLS			Fixed effects			Random effects		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	z
Intercepto	?	0,06		(0,32)	1,77	***	(6,50)	0,06		(1,00)
EPS_{it}	(+)	0,64	***	(0,98)	0,58	***	(15,11)	0,64	***	(21,30)
BTDE	(-)	-0,64	***	(0,86)	-1,21	***	(-4,57)	-0,65	***	(-3,05)
BTDP	(-)	-0,55	***	(0,32)	-1,22	***	(-6,36)	-0,55	***	(-3,68)
IMOB	(-)	-0,05	**	(0,32)	-0,02		(-0,59)	-0,05	**	(-2,40)
LNAT	?	0,00		(0,37)	-0,12	***	(-6,03)	0,00		(0,81)
ΔBTM	(-)	-0,01		(0,45)	-0,01		(-0,42)	-0,02		(-0,97)
AL	(-)	0,13	***	(0,32)	0,11	**	(2,10)	0,14	**	(2,59)
N x T		2.656			2.656			2.656		
F ou Wald		72,16***			36,11***			505,14***		
R^2 – Ajust.		0,4594			0,2510			0,6402		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{it+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; BTDE = *book-tax differences* temporária; BTDP = *book-tax differences* permanente; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

Quanto as BTDE permanentes, o coeficiente apresenta o sinal negativo (conforme esperado) e estatisticamente significativo, o que pode ser indicativo de que elas estão

associadas às incertezas dos agentes econômicos quanto à persistência dos resultados futuros das empresas. Essas incertezas podem ser reflexos da maior discricionariedade permitida aos gestores nesses casos, já que eles podem incorporar ao resultado contábil as receitas não tributáveis e as despesas não dedutíveis para fins de imposto de renda. Contudo, não foi identificada uma associação mais forte para o tipo de BTD permanente e a previsão de resultados futuros das companhias, conforme previsto por Comprix, Graham e Moore (2011). Com os resultados apresentados, é aceita a Hipótese H_8 de que quanto maior o nível das BTD permanentes menores, são as expectativas quanto aos resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina.

Para as variáveis de controle do estudo, foram encontradas significâncias estatísticas no contexto de companhias abertas de países da América Latina apenas para o tamanho (LNAT) e alavancagem (Tabela 12). Quanto maior o tamanho das empresas desses países da América Latina que são componentes da amostra, menores serão seus resultados futuros, conforme indicado por Cullinan (1999), Costa, Silva e Laurencel (2013). Os resultados para a alavancagem mostram que o maior endividamento da empresa contribui para as incertezas do mercado, de acordo com a literatura prévia de Ayres, Laplante e McGuire (2010).

Para a análise individual por país do modelo que busca a associação das BTD permanentes e temporárias com a previsão de resultados futuros, utiliza-se a técnica de POLS para o Chile e o Peru, e a técnica de efeitos fixos para a Argentina, Brasil e México, visto que são indicadas como as mais adequadas para o contexto, conforme dados da Tabela 11. Com a análise dos resultados da estatística de F, constata-se que a técnica de dados em painel é adequada para a Equação em estudo.

Os coeficientes para a variável EPS_t são positivos para quatro países pesquisados: Brasil (p-valor <0,01), Chile (p-valor <0,01), Peru (p-valor <0,01) e México (p-valor <0,01). Logo, os resultados atuais das companhias desses países são úteis para a previsão de retornos futuros, conforme achados de Tang (2006) no contexto chinês. Para a Argentina, não se pode inferir sobre essa utilidade, visto que o coeficiente para a variável não apresenta resultado estatisticamente significativo.

Verifica-se que os coeficientes para o tipo de BTD temporária é negativo para todos os países pesquisados, conforme esperado, indicando que quanto maior as diferenças temporárias, menores serão os resultados futuros das empresas desses países latino-americanos. Contudo, pode-se inferir que as BTD temporárias são úteis para a previsão de resultados futuros apenas para a Argentina (p-valor <0,01), o Brasil (p-valor <0,01), o Chile

(p-valor<0,05) e o México (p-valor <0,01), visto que, somente eles apresentaram resultados significantes. Sugere-se que os participantes do mercado acionário (argentino, brasileiro, chileno e mexicano) subestimam os rendimentos futuros nos anos que as empresas reportam maiores BTD temporárias, conforme previsto por Hanlon (2005). Já para as empresas do mercado peruano, não se pode fazer inferências sobre a relevância das BTD temporárias, visto que, os coeficientes não exibem significância estatística.

As empresas argentinas apresentam comportamento semelhante ao encontrado por Tang (2006) para empresas chinesas quanto à utilidade das informações fiscais e contábeis. No contexto argentino, as informações apreendidas nas BTD temporárias são mais relevantes do que as informações contábeis sobre os resultados da companhia. Para as empresas do Peru, ao contrário, apenas as informações contábeis são relevantes para a predição de resultados futuros. Para os demais países (Brasil, Chile e México), ambas as informações (contábeis e tributárias) são úteis para a previsão de resultados vindouros.

Os achados para os coeficientes das BTD permanentes (Tabela 13) estão de acordo com as expectativas prévias de que todos os países apresentam associação negativa entre as BTD permanentes e os resultados futuros. Todavia, infere-se que essas diferenças permanentes aumentam as incertezas quanto aos rendimentos futuros das companhias apenas para as companhias abertas do Brasil (p-valor <0,01), do Chile (p-valor <0,01) e do Peru (p-valor <0,10).

Os resultados para as BTD permanentes vão ao encontro das pesquisas prévias (WILSON, 2009; COMPRIX; GRAHAM; MOORE, 2011) de que quanto maior a magnitude das BTD permanentes, maiores serão as incertezas dos investidores em relação aos números contábeis reportados pela companhia.

Os resultados encontrados para o Peru e o Chile confirmam os achados de Comprix, Graham e Moore (2011), de que as diferenças permanentes estão mais fortemente associadas à previsão de resultados futuros do que as diferenças temporárias. Segundo estes autores, as reversões futuras dos ativos e passivos fiscais diferidos são mais previsíveis do que a aceitação do fisco de diferenças permanentes entre o resultado tributário e o resultado contábil, contribuindo assim para aumentar as incertezas dos agentes econômicos quanto aos resultados vindouros das companhias. No contexto do Brasil, tanto as diferenças temporárias quanto as diferenças permanentes estão igualmente relacionadas às dúvidas dos agentes econômicos quanto aos resultados futuros.

As variáveis de controle estudadas quando regredidas conjuntamente com os lucros por ação correntes e os tipos de BTD temporária e permanente apresentam resultados estatisticamente significativos apenas para algumas delas e em alguns países. O nível de imobilização das empresas está negativamente associado aos resultados futuros do Peru ($p\text{-valor} < 0,10$), condizente com a ideia de quanto maior o investimento em ativos fixos, maiores as despesas com depreciação, exaustão e amortização e, conseqüentemente, menores lucros futuros (BLAYLOCK; SHEVLIN; WILSON, 2012). E está positivamente associado com os resultados futuros do México ($p\text{-valor} < 0,01$) indicando que quanto maior o investimento em imobilizados maiores são os resultados das empresas mexicanas.

Os coeficientes para a variável tamanho da empresa (LNAT) são negativos para todos os países estudados, confirmando os estudos prévios de suavização de resultados para redução de custos políticos de Cullinan, 1999, Jaafar e Mcleay (2007) e Costa, Silva e Laurencel (2013). Entretanto, apenas para as empresas no Brasil ($p\text{-valor} < 0,01$), no Peru ($p\text{-valor} < 0,10$) e no México ($p\text{-valor} < 0,05$) foram encontrados resultados com significância estatística, logo, apenas para esses países infere-se que o tamanho da empresa influencia no resultado.

O coeficiente positivo (contrário ao esperado) e significativo para a variável ΔBTM sugere que os agentes econômicos das empresas peruanas podem não estar de acordo com os valores divulgados pela contabilidade (COSTA, 2012). Para os demais países investigados são exibidos coeficientes negativos, contudo, não se pode fazer inferência sobre a redução da assimetria de informação nesses países, haja vista que não há resultados estatisticamente significantes.

O nível de alavancagem das empresas está positivamente associado aos ganhos futuros das companhias abertas do Brasil ($p\text{-valor} < 0,05$) e do Peru ($p\text{-valor} < 0,05$), condizente com Ayres, Laplante e McGuire (2010), de que quanto maior o endividamento da empresa em relação ao ativo total maiores as incertezas dos agentes econômicos em relação aos resultados futuros. As empresas mexicanas, ao contrário, apresentam coeficientes negativos ($p\text{-valor} < 0,01$) para a associação entre o nível alavancagem e os resultados futuros, ou seja, o nível de endividamento não contribui para as incertezas quanto à previsão de resultados futuros. Para os demais países (Argentina e Chile) não são exibidos resultados estatisticamente significantes, portanto, não se pode inferir sobre a utilidade dessa informação para os investidores.

Tabela 13 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTM Temporária e Permanente – Por País

EPS _{it+1} = β ₀ + β ₁ EPS _{it} + β ₂ BTDE _{it} + β ₃ BTDP _{it} + β ₄ IMOB _{it} + β ₅ LNAT _{it} + β ₆ ΔBTM _{it} + β ₇ AL _{it} + ε _{t+1}																
Variável	Sinal Previsto	País														
		ARGENTINA			BRASIL			CHILE			PERU			MÉXICO		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t
Intercepto	?	0,61		(0,68)	2,33	***	(4,92)	0,10		(0,84)	0,61	**	(2,06)	1,04	***	(3,61)
EPS _{it}	(+)	-0,03		(-0,19)	0,55	***	(7,36)	0,78	***	(15,95)	1,01	***	(19,66)	0,68	***	(11,52)
BTDE	(-)	-48,50	***	(-2,81)	-0,90	***	(-2,60)	-444,47	**	(-2,38)	-5,75		(-0,64)	-1,28	***	(-4,08)
BTDP	(-)	-0,33		(-0,45)	-1,35	***	(-3,75)	-1,26	***	(-3,82)	-0,48	*	(-1,81)	-0,83		(-4,39)
IMOB	(-)	0,05		(1,34)	-0,13		(-1,47)	0,00		(0,02)	-0,09	*	(-1,81)	0,01	***	(0,21)
LNAT	?	-0,04		(-0,65)	-0,15	***	(-4,35)	-0,00		(-0,48)	-0,04	*	(-1,86)	-0,07	**	(-3,38)
ΔBTM	(-)	-0,01		(-0,51)	-0,02		(-0,68)	0,11	***	(3,44)	-0,00		(-0,05)	-0,03		(-2,36)
AL	(-)	-0,03		(-0,22)	0,18	**	(2,42)	0,03		(0,45)	0,03	**	(0,22)	-0,02	***	(-0,45)
Modelo		Efeito Fixo			Efeito Fixo			POLS			POLS			Efeito Fixo		
N x T		141			1.295			397			196			606		
F ou Wald		6,18***			9,74***			49,59***			98,39**			26,73***		
R ²		0,00750			0,2919			0,5717			0,8516			0,4834		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%. EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; BTDE = *book-tax differences* temporária; BTDP = *book-tax differences* permanente; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

4.3.3 Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e os Tipos de BTD Positivas e Negativas

Os resultados dos testes de *Chow*, Lagrange Multiplier (LM) de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, utilizados para a escolha do modelo analítico para dados em painel para a Equação 6, são demonstrados na Tabela 14. O modelo efeito fixo é a técnica de estimação dos coeficientes mais adequada para a referida equação na análise conjunta desses países da América Latina.

Tabela 14 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman

País	<i>Breusch-Pagan</i>	<i>Hausman</i>	<i>Chow</i>	Especificação Adequada
	Chi2	Chi2	F	
Argentina	17,84***	47,70***	3,20***	Efeito Fixo
Brasil	0,00	28,25***	1,02	Pols
Chile	2,32*	28,25***	1,02	Pols
Peru	0,00	30,49***	1,15	Pols
México	0,00	30,49***	1,69***	Efeito Fixo
América Latina	0,04	193,07***	1,29***	Efeito Fixo

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%

Fonte: a pesquisadora

Com a análise dos dados da Tabela 15, verifica-se que a técnica de dados em painel é indicada para a regressão da Equação 6 com os tipos de BTD positivas e negativas no contexto da América Latina, pois o teste F ou Wald Test apresenta forte significância estatística ($p\text{-valor}<0,01$) e R^2 de 0,2545 superiores aos apresentados na pesquisa de Tang (2006) que foi de 0,131.

Os coeficientes apresentados na Tabela 15 mostram que todas as variáveis desse estudo estão associadas aos resultados futuros, exceto ΔBTM que não apresentou significância estatística. Esses resultados são consistentes com Yoon (2008), de que os elementos fiscais das demonstrações financeiras são relevantes em países de maior CFF. Os ganhos atuais estão positivamente associados com os resultados futuros das empresas de alguns países da América Latina ($p\text{-valor}<0,01$), ou seja, quanto maior o resultado atual maior o resultado futuro da companhia, confirmando os achados de Tang (2006).

O coeficiente positivo para a variável VPBTD, contrário ao esperado, demonstra que quanto maior a variação positiva nas BTD (ou seja, lucro contábil maior do que o lucro tributável), maiores serão os resultados futuros das companhias abertas de países da América Latina. Esse coeficiente positivo para VPBTD confirma os resultados da pesquisa de Heltzer

(2009) sendo aplicado em alguns países da América Latina de maior tempestividade dos resultados e, conseqüentemente, menor conservadorismo condicional das demonstrações financeiras. E contraria a conjectura proposta por Hanlon (2005) e por Tang e Firth (2012) de que grandes variações positivas nas BTB estão relacionadas a menores persistências nos rendimentos vindouros.

Logo, como esses resultados para VPBTD são contrários à Hipótese H₃ de que há uma relação inversamente proporcional entre o sinal positivo das BTB e os resultados futuros de companhias abertas de países latino-americanos, rejeita-se a referida hipótese.

Tabela 15 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e os Tipos de BTB Positiva e Negativa

$EPS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 VNBTD_{it} + \beta_3 VPBTD_{it} + \beta_4 IMOB_{it} + \beta_5 LNAT_{it} + \beta_6 \Delta BTM_{it} + \beta_7 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$									
Variável	Sinal previsto	Modelos de Regressão							
		POLS			Fixed effects			Random effects	
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t
Intercepto	?	0,09		(6,10)	1,48	***	(6,10)	0,11	(1,06)
EPS _{it}	(+)	0,58	***	(11,52)	0,48	***	(11,52)	0,56	***
VNBTD	(-)	-0,01		(2,93)	0,07	***	(2,93)	0,00	(-0,95)
VPBTD	(-)	0,12	***	(2,68)	0,09	***	(2,68)	0,12	***
IMOB	(-)	-0,07	***	(-2,01)	-0,08	**	(-2,01)	-0,08	***
LNAT	?	0,00		(-5,45)	-0,09	***	(-5,45)	0,00	(-1,06)
ΔBTM	(-)	-0,00		(0,73)	0,01		(0,73)	0,00	(1,03)
AL	(-)	0,17	***	(2,30)	0,14	**	(2,30)	0,17	***
N x T		3.930			3.930			3.930	
F ou Wald test		76,75***			29,73***			476,13***	
R ²		0,3899			0,2545			0,2458	

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTB no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTD variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTB no quintil mais alto e 0 para as demais; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1;

Fonte: a pesquisadora

Os resultados positivos exibidos para o coeficiente da variável VNBTD sugerem que em anos com grandes variações negativas nas BTB (lucro tributável maior do que o lucro contábil), os investidores nas empresas da América Latina podem superestimar os resultados da companhia. Essas descobertas são uma surpresa, porque Hanlon (2005) encontrou resultados contrários com dados de empresas americanas. Segundo a autora, quanto maior a variação negativa nas BTB, menor é a expectativa do agente econômico quanto aos resultados vindouros da companhia.

As demais variáveis que são de controle também apresentaram significância estatística, exceto para ΔBTM , demonstrando que nesse modelo de regressão com BTD positiva e negativa, provavelmente, elas são utilizadas pelos investidores e analistas de empresas da América Latina para previsão de resultados futuros. O nível de imobilização das companhias abertas de alguns países da América Latina está negativamente associado aos resultados futuros ($p\text{-valor} < 0,01$), confirmando a suposição prévia de que maior investimento em ativos fixos resulta em maiores despesas com depreciação, exaustão e amortização.

O tamanho da empresa ($LNAT$) também apresenta coeficiente esperado (negativo) $p\text{-valor} < 0,01$, sendo assim, infere-se que quanto maior as companhias abertas da América Latina, componentes da amostra da pesquisa, menores são os seus resultados futuros. Esses resultados demonstram que as escolhas contábeis dos gestores dessas empresas latino-americanas são motivadas pelo tamanho da companhia, conforme Jaafar e Mcleay (2007).

O coeficiente positivo exibido para a variável alavancagem ($p\text{-valor} < 0,05$) sugere que quanto maior o nível de endividamento das empresas da amostra, maior o resultado futuro da empresa. Ayres, Laplante e Mcguire (2010) argumentam que quanto mais alavancadas estiverem as empresas, maiores serão as desconfianças dos agentes econômicos em relação a companhia.

Para a análise individual por país, os resultados expostos na Tabela 14 indicam que o modelo de efeitos fixos é a técnica mais adequada para a Argentina e o México, e o modelo de Pols é a técnica mais indicada para o Brasil, o Chile e o Peru. Os resultados para R^2 e do teste F ou Wald (todos significativos ao nível de 1%), expostos na Tabela 16, mostram que o modelo de dados em painel é adequado para a regressão em análise.

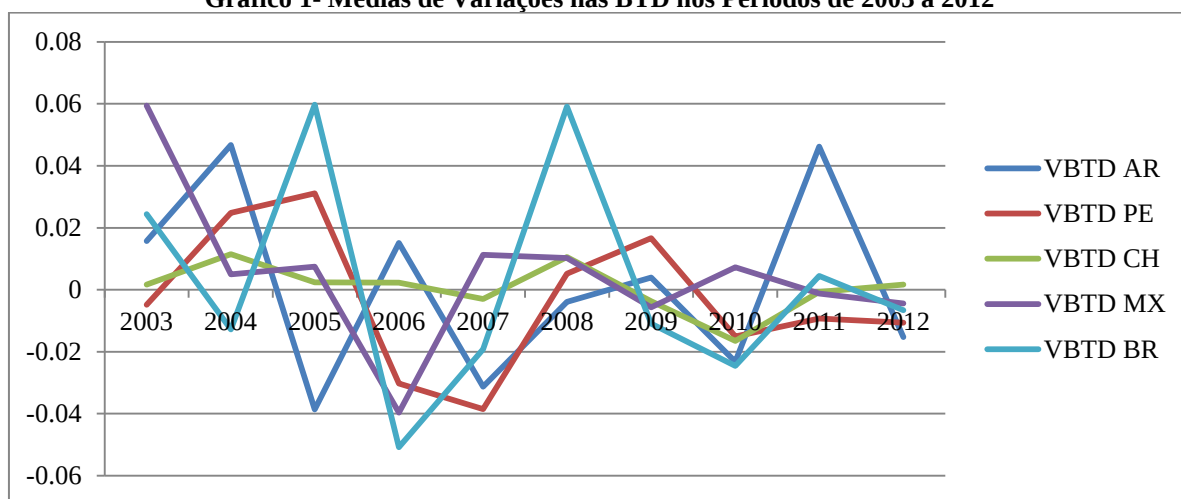
Em todos os países analisados o resultado atual (EPS_{it}) está positivamente relacionado aos retornos futuros, conforme previsto por Tang (2006). Isso significa que quanto maior os resultados atuais das empresas da Argentina, do Brasil, do Chile, do Peru e do México, maiores serão os resultados futuros dessas companhias abertas analisadas. Esses dados confirmam, no contexto das companhias abertas de alguns países latino-americanos, as evidências dos estudos anteriores (HANLON, 2005, TANG, 2006, YOON, 2008) de que os ganhos correntes são relevantes para os investidores preverem os resultados futuros das empresas.

As variações negativas nas BTD apresentam sinal esperado (negativo) para os coeficientes dos países Argentina, Brasil e Chile; e sinal contrário (positivo) para os países Peru e México, todavia, sem significância estatística. Logo, não se pode inferir sobre a relevância dessa informação em alguns países latino-americanos que são objeto da pesquisa.

Em relação às variações positivas nas BTd, são exibidos coeficientes positivos e significantes para o Brasil ($p\text{-valor} < 0,01$), para o Chile ($p\text{-valor} < 0,05$) e para o Peru ($p\text{-valor} < 0,01$). Logo, sugere-se que os investidores nas empresas desses três países interpretam a variação positiva nas BTd como aumento na qualidade dos resultados, e consequentemente superestimam os rendimentos futuros. Esses achados indicam maior tempestividade nos resultados e menor conservadorismo nas demonstrações financeiras (HELTZER, 2009), mas também podem ser um sinal de gerenciamento de resultados (HANLON, 2005). Para as empresas na Argentina e no México não se pode fazer inferências porque não apresentaram coeficientes com significância estatística.

Verifica-se no Gráfico 1, que as BTd, de modo geral, apresentam oscilações positivas na maior parte dos períodos analisados, o que pode justificar a maior utilidade das variações positivas das BTd para previsão de resultados futuros quando comparadas com as variações negativas das BTd negativas.

Gráfico 1- Médias de Variações nas BTd nos Períodos de 2003 a 2012



VBTD AR = variação das BTd do ano t para o ano $t+1$ para a Argentina; VBTD PE = variação das BTd do ano t para o ano $t+1$ para o Peru; VBTD CH = variação das BTd do ano t para o ano $t+1$ para o Chile; VBTD MX = variação das BTd do ano t para o ano $t+1$ para o México; VBTD BR = variação das BTd do ano t para o ano $t+1$ para o Brasil.

Fonte: a pesquisadora

O tamanho da empresa é útil na previsão de resultados futuros das empresas da Argentina ($p\text{-valor} < 0,01$) e do México ($p\text{-valor} < 0,05$), pois nos dois casos quanto maior o tamanho da empresa, menor o resultado futuro das empresas desses países. A variável ΔBTM apresenta resultado significativo para o Chile ($p\text{-valor} < 0,01$) e para o México ($p\text{-valor} < 0,05$). Para os dados de empresas chilenas o coeficiente é positivo, contrário ao esperado, o que indica maior assimetria de informação entre as companhias e os agentes econômicos; e para

os dados de empresas mexicanas o coeficiente é negativo, conforme Costa (2012), representando assimetria da informação no ambiente acionário das companhias abertas do México.

A alavancagem apresenta resultados com significância estatística apenas para o contexto das companhias abertas brasileiras ($p\text{-valor} < 0,01$) e coeficiente positivo. Nesse caso, infere-se que quanto maior o nível de endividamento das empresas brasileiras, maiores são as desconfiças dos investidores quanto aos números contábeis reportados.

De modo geral, infere-se que os tipos de BTB total, permanente, temporária, positiva e negativa são utilizados pelos agentes econômicos para previsão dos resultados futuros das companhias abertas de cinco países da América Latina, conforme resumo das hipóteses exposto no Quadro 6.

Quadro 6 – Síntese relação entre hipóteses, variáveis, sinais esperados e resultados dos parâmetros

Hipótese	Associação	Resultado	Resultado esperado	Resultado encontrado
H ₁	BTB total e EPS _{it+1}	Aceita-se	(-)	(-)
H ₃	BTB positiva e EPS _{it+1}	Rejeita-se	(-)	(+)
	BTB negativa e EPS _{it+1}	Rejeita-se	(-)	(+)
H ₆	BTB temporária e EPS _{it+1}	Aceita-se	(-)	(-)
H ₈	BTB permanente e EPS _{it+1}	Aceita-se	(-)	(-)

Fonte: a pesquisadora

É importante ressaltar, que mesmo os países da América Latina apresentando histórico de maior conformidade financeira e fiscal, contabilidade indiretamente regulada pelo governo, e sistema acionário com fraca proteção ao investidor, as informações apreendidas nas BTB são relevantes para a previsão de resultados futuros.

Tabela 16 - Resultados para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTM Positiva e Negativa – Por país

$EPS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 VNBTD_{it} + \beta_3 VPBTD_{it} + \beta_4 IMOB_{it} + \beta_5 LNAT_{it} + \beta_6 \Delta BTM_{it} + \beta_7 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$													
Variável	Sinal Previsto	País											
		ARGENTINA			BRASIL			CHILE			PERU		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t
Intercepto	?	1,54	***	(0,82)	0,19		(1,49)	-0,03		(-1,42)	0,39	**	(2,29)
EPS_{it}	(+)	0,14	***	(12,64)	0,56	***	(11,38)	0,76	***	(2,14)	0,92	***	(1,24)
VNBTD	(-)	-0,01		(-0,88)	-0,01		(-0,32)	-0,00		(-3,14)	0,05		(-2,78)
VPBTD	(-)	0,00		(0,32)	0,13	***	(3,12)	0,10	**	(1,50)	0,21	***	(2,13)
IMOB	(-)	0,03		(0,14)	-0,04		(-0,95)	0,00		(-1,37)	-0,07		(-0,52)
LNAT	?	-0,11	***	(-1,18)	-0,00		(-0,15)	0,01		(0,81)	-0,02		(-2,28)
ΔBTM	(-)	-0,00		(-0,87)	-0,03		(-1,05)	0,07	***	(1,67)	-0,03		(-2,86)
AL	(-)	-0,14		(1,93)	0,21	***	(2,87)	0,04		(-0,25)	-0,04		(1,21)
Modelo		Efeito Fixo			POLS			POLS			POLS		
N x T		415			1.739			754			373		
F ou Wald		4,77***			29,41***			61,84***			78,40***		
R ²		0,0899			0,3627			0,5783			0,6851		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTM no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTD variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTM no quintil mais alto e 0 para as demais; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

Na Tabela 17, são resumidos os achados dos coeficientes para a associação dos tipos de BTM com a previsão de retornos futuros. Verifica-se que para o contexto do Brasil e do Chile, apenas as variações negativas das BTM não estão associadas com a previsão de resultados futuros. Em ambos os países são exibidos os mesmos coeficientes para cada tipo de BTM, sugerindo que nas empresas desses países os comportamentos quanto aos resultados futuros são semelhantes.

Tabela 17- Resumo dos Resultados dos Tipos de BTM para o Modelo de Previsão de Resultados Futuros

Variável dependente: EPS_{it+1}													
Variável	Sinal previsto	Argentina		Brasil		Chile		Peru		México		AL	
		Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p
BTM	(-)	-0,11		-0,56	**	-0,57	**	-0,73	***	-0,54	***	-0,94	***
BTMTE	(-)	-0,48	***	-0,90	***	-444,47	**	-5,75		-1,28	***	-1,21	***
BTMP	(-)	-0,33		-1,35	***	-1,26	***	-0,48	*	-0,83		-1,22	***
VNBTD	(-)	-0,01		-0,01		-0,00		0,05		0,03		0,07	***
VPBTD	(-)	0,00		0,13	***	0,10	**	0,21	***	-0,00		0,09	***

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

AL = América Latina; BTM= diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; BTMTE= diferença temporária entre o lucro contábil e o lucro tributável; BTMP= diferença permanente entre o lucro contábil e o lucro tributável; ; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTM no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTD variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTM no quintil mais alto e 0 para as demais.

Fonte: a pesquisadora

Para o contexto argentino apenas o tipo de BTM temporária está relacionada com os resultados futuros dessas companhias. Uma justificativa pode estar na dificuldade de interpretação das informações fiscais (KVAAL; NOBES, 2013). Essa dificuldade pode ser amenizada nas BTM temporária, já que, elas resultam em contas de ativos fiscais diferidos e passivos fiscais diferidos.

Para as empresas do Peru foram encontradas associação entre os resultados futuros e os tipos de BTM total, permanente e positiva. O México, por sua vez, exibe relação entre os resultados futuros e os tipos de BTM total e temporária.

4.4 Resultados para o Modelo de Cálculo do Retorno das Ações

Para testar a utilidade dos tipos de BTD para o cálculo do retorno das ações das empresas, o lucro por ação do ano atual, a variação nos resultados e os tipos de BTD são regredidos com os retornos dos preços das ações, conforme exposto na Equação 8. São acrescentadas também ao modelo as variáveis de controle mais recorrentes na literatura ao modelo original de Tang (2006).

4.4.1 Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e a BTD Total

A escolha entre os modelos analíticos para dados em painel, para a equação que busca a associação entre BTD total e os retornos dos preços das ações, foi realizada com base nos resultados dos testes de *Chow*, *Lagrange Multiplier (LM)* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* expostos na Tabela 18. O modelo POLS é a técnica de estimação dos coeficientes mais adequada para a referida equação na análise conjunta dos países, bem como na análise individual.

Tabela 18 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman

País	<i>Breusch-Pagan</i>	<i>Hausman</i>	<i>Chow</i>	Especificação Adequada
	Chi2	Chi2	F	
Argentina	0,00	6,88	0,52	<i>Pols</i>
Brasil	0,00	38,25***	0,64	<i>Pols</i>
Chile	0,00	45,85***	0,94	<i>Pols</i>
Peru	0,00	13,03*	0,82	<i>Pols</i>
México	0,00	13,03*	0,68	<i>Pols</i>
América Latina	0,00	55,61	0,57	<i>Pols</i>

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%

Fonte: a pesquisadora

Os resultados para a regressão que busca a relação entre as variáveis BTD total, ganhos atuais, a variação nos ganhos e outras variáveis de controle com o retorno das ações estão resumidos na Tabela 19. Verifica-se que nesse modelo de regressão todas as variáveis do modelo estão relacionadas com os retornos das ações ($p\text{-valor}<0,01$). A variável EPS_{it} apresenta associação positiva, ou seja, quanto maior o resultado da empresa, maiores os preços das ações das companhias abertas de alguns países da América Latina, de acordo com Tang (2006). Esses achados para a América Latina confirmam os argumentos de Hendriksen e Van Breda (2012) de que os lucros divulgados pelas companhias abertas exercem impacto

direto sobre as expectativas do mercado de ações, neste caso sobre os mercados dos países da América Latina componentes da presente pesquisa.

A variável ΔEPS_{it} está negativamente relacionada aos retornos das ações das companhias abertas dos países da América Latina ($p\text{-valor} < 0,01$) componentes da amostra da pesquisa. Isso significa que quanto maior as variações nos lucros por ação, menores serão os retornos dos preços das ações. Tang (2006) encontrou significância estatística apenas para os resultados da variável EPS_{it} , a variável ΔEPS_{it} apresenta coeficiente negativo, contudo, não possui significância estatística.

A variável de teste BTM total apresenta associação positiva e estatisticamente significativa com o retorno das ações das empresas, contrário aos estudos prévios de Hanlon (2005) e Tang (2006). Portanto, rejeita-se a Hipótese H_2 de quanto maior o nível das BTM totais, menores os retornos das ações das companhias abertas da América Latina. A maior magnitude das BTM significa que os resultados contábeis estão distantes dos resultados tributários, e no caso do contexto de alguns países da América Latina, essas diferenças podem estar sendo interpretadas como indicativo de qualidade dos números contábeis reportados. Como os resultados apresentam significância estatística, infere-se que as informações apreendidas nas BTM são *value relevant* para os investidores na determinação dos preços das ações, conforme Yoon (2008).

O nível de imobilização das companhias abertas latino-americanas afeta positivamente os retornos de suas ações, contrariando Comprix, Graham e Moore (2011). Ou seja, quanto maior o investimento em ativos fixos, maiores os retornos das ações das empresas. O tamanho da empresa, por sua vez, está negativamente associado aos retornos das ações, logo, infere-se que empresas maiores têm menores retornos das ações, conforme Cullinan (1999) e Costa, Silva e Laurencel (2013). Esse comportamento pode ser justificado pelo fato dos gestores adotarem escolhas contábeis que suavizem os resultados com o objetivo de reduzir os custos políticos (CULLINAN, 1999; JAAFAR; MCLEAY, 2007).

A variável ΔBTM apresenta coeficiente negativo, conforme literatura prévia de Costa (2012). Assim, infere-se que, em alguns países da América Latina, os agentes econômicos estão de acordo com os valores divulgados pela contabilidade. A alavancagem financeira (AL) apresenta coeficiente positivo, ou seja, quanto maior o nível de endividamento das empresas de alguns países da América Latina, maiores os preços das ações dessas empresas, contrariando os resultados das pesquisas de Ayres, Laplante e McGuire (2010). Uma justificativa para esses resultados pode estar no fato de que o mercado acionário desses países é subdesenvolvido e que as empresas em sua maioria são financiadas pelos bancos.

Tabela 19 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e o Tipo de BTM Total – Para a América Latina

$RET_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 BTM_{it} + \beta_4 IMOB_{it} + \beta_5 LNAT_{it} + \beta_6 \Delta BTM_{it} + \beta_7 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$										
Variável	Sinal Previsto	Modelos de Regressão								
		POLS			Fixed effects			Random effects		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	z
Intercepto	?	0,40	***	(5,41)	2,41	***	(6,83)	0,40	***	(5,41)
EPS_{it}	(+)	0,22	***	(9,17)	0,27	***	(8,05)	0,22	***	(9,17)
ΔEPS_{it}	(-)	-0,08	***	(-3,93)	-0,10	***	(-3,55)	-0,08	***	(-3,93)
BTM	(-)	0,48	***	(3,63)	0,44	***	(2,42)	0,48	***	(3,63)
IMOB	(-)	0,13	***	(3,74)	0,11		(1,38)	0,13	***	(3,74)
LNAT	?	-0,03	***	(-5,72)	-0,18	***	(-6,95)	-0,03	***	(-5,72)
ΔBTM	(-)	-0,19	***	(-6,39)	-0,16	***	(-5,18)	-0,19	***	(-6,39)
AL	(-)	0,31	***	(4,41)	0,28	***	(3,64)	0,31	***	(4,41)
N x T		3.815			3.815			3.815		
F ou Wald test		36,51***			30,38***			255,55***		
R ²		0,0792			0,0852			0,1592		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; ΔEPS_{it} = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; BTM = diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

Para analisar os dados dos países individualmente, primeiramente, utiliza-se os resultados dos testes *Chow*, *Lagrange Multiplier (LM)* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* expostos na Tabela 18, para a escolha da técnica de dados em painel mais adequada. Observa-se que o modelo mais apropriado para a estimação dos coeficientes é o modelo POLS para todos os países pesquisados. Os resultados para R² e para o teste F ou Wald (todos significantes ao nível de 1%), exibidos na Tabela 19, mostram que o modelo de dados em painel é adequado para a regressão.

Quando os países da América Latina são analisados separadamente, constata-se que os coeficientes para a variável EPS_{it} são positivos para os cinco países, entretanto, apresentam significância estatística apenas para o Brasil (p-valor <0,01), para o Chile (p-valor<0,01) e México (p-valor<0,01). Assim, infere-se que quanto maior o lucro por ação, maiores os retornos das ações das empresas brasileiras, chilenas e mexicanas, conforme resultados de Tang (2006) para empresas chinesas. A variação nos lucros por ação reflete de forma negativa nos preços das ações das companhias abertas do Brasil (p-valor<0,01) e do Chile (p-valor<0,01). Para os demais países não é possível fazer inferências, uma vez que, não apresentam coeficientes significantes.

A variável *BTD* total apresenta sinal positivo e significativo para a Argentina ($p\text{-valor} < 0,10$), para o Brasil ($p\text{-valor} < 0,05$) e para o Peru ($p\text{-valor} < 0,05$), indicando que os investidores consideram as informações apreendidas nas *BTD* totais para o cálculo dos valores das ações dessas companhias. Esses achados são contrários aos estudos de Hanlon (2005) e Tang (2006), que encontraram associação negativa entre *BTD* e os retornos das ações. Para os demais países não é possível fazer inferência, pois eles não exibem coeficientes estatisticamente significantes.

O nível de imobilização das empresas reflete positivamente nos preços das ações das companhias abertas do Brasil ($p\text{-vaor} < 0,10$) e do México ($p\text{-valor} < 0,01$), indicando que quanto maior o investimento em ativos de natureza permanente, maiores os retornos dos preços das ações dessas empresas. Essas evidências estão na contramão da pesquisa de Comprix, Graham e Moore (2011), para eles quanto mais altos os investimentos em ativos fixos, maiores as suspeitas dos agentes econômicos sobre os números contábeis da empresa. Os demais países da pesquisa não apresentam resultados significantes.

O tamanho da empresa reflete negativamente nos preços de suas próprias ações negociadas no mercado em todos os países componentes da amostra, entretanto, apenas o Brasil ($p\text{-valor} < 0,01$), o Chile ($p\text{-valor} < 0,05$) e o México ($p\text{-valor} < 0,05$) apresentam coeficientes significantes. Esses resultados indicam que as empresas maiores contribuem para as incertezas dos investidores. Esses achados são consistentes com a teoria de que os administradores das maiores empresas tendem a optar por métodos contábeis que posterguem para momentos futuros o reconhecimento dos lucros (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

A variável ΔBTM apresenta relação negativa com os preços das ações (conforme esperado) para todos os países, exceto o Chile. Assim, infere-se que há menor assimetria de informação entre as empresas e os investidores nas empresas do Brasil ($p\text{-valor} < 0,01$), Peru ($p\text{-valor} < 0,01$) e México ($p\text{-valor} < 0,01$). No caso do Chile ($p\text{-valor} < 0,01$) a associação com os preços das ações é positiva, sugerindo que os investidores nessas empresas não estão de acordo com os valores reportados pela contabilidade.

O grau de alavancagem (*AL*) também apresenta resultados divergentes entre os países pesquisados. Os investidores nas empresas argentinas ($p\text{-valor} < 0,05$) subestimam os valores das ações das empresas com maiores índices de endividamento. Ayres, Laplante e McGuire (2010) encontraram que quanto maior a variação na alavancagem financeira das empresas, piores as classificações de crédito das empresas pelos analistas financeiros. Os contextos das empresas brasileiras ($p\text{-valor} < 0,05$) e mexicanas ($p\text{-valor} < 0,01$), ao contrário, apresentam coeficientes positivos, sugerindo que as empresas com maior nível de endividamento não

aumentam as incertezas dos investidores em relação às companhias. Os demais países (Chile e Peru) não exibem resultados estatisticamente significantes.

Tabela 20 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e BTM Total – Por País

RET _{it+1} = β ₀ + β ₁ EPS _{it} + β ₂ ΔEPS _{it} + β ₃ BTD _{it} + β ₄ IMOB _{it} + β ₅ LNAT _{it} + β ₆ ΔBTM _{it} + β ₇ AL _{it} + ε _{t+1}																
Variável	Sinal Previsto	País														
		ARGENTINA			BRASIL			CHILE			PERU			MÉXICO		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t
Intercepto	?	0,24		(1,68)	0,41	***	(2,87)	0,47	**	(2,42)	0,54	*	(1,85)	0,24		(1,63)
EPS _{it}	(+)	0,02		(0,24)	0,25	***	(9,25)	0,45	***	(7,54)	-0,16		(-1,24)	0,80	***	(4,94)
ΔEPS _{it}	(-)	-0,07		(-1,59)	-0,11	***	(-4,06)	-0,23	***	(-4,17)	0,03		(0,30)	0,10		(0,26)
BTD	(-)	0,93	*	(1,89)	0,37	**	(1,93)	-0,24		(-0,77)	0,99	**	(2,55)	-0,65		(-1,03)
IMOB	(-)	0,08		(1,30)	0,12	*	(1,85)	-0,01		(-0,10)	-0,11		(-0,96)	0,19	***	(2,66)
LNAT	?	-0,01		(-1,32)	-0,03	***	(-3,17)	-0,03	**	(-2,22)	-0,01		(-0,60)	-0,03	**	(-2,52)
ΔBTM	(-)	-0,05		(-0,89)	-0,30	***	(-7,46)	0,51	***	(10,53)	-0,21	***	(-4,09)	-0,64	***	(-9,08)
AL	(-)	-0,34	**	(-2,44)	0,19	**	(2,18)	0,24		(1,56)	0,10		(0,59)	0,88	***	(6,83)
Modelo		POLS			POLS			POLS			POLS			POLS		
N x T		401			1.653			737			339			593		
F ou Wald		4,24***			25,17***			31,29***			5,85***			32,02***		
R ²		0,0286			0,1272			0,2057			0,0558			0,2996		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; ΔEPS_{it} = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; BTM = diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

4.4.2 Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e as BTD Permanente e Temporária

O modelo POLS é a técnica de estimação dos coeficientes mais apropriada para a Equação que testa a associação dos tipos de BTD temporária e permanente, os ganhos atuais, e a variação nos ganhos com o retorno das ações em países da América Latina, conforme resultados dos testes *Chow*, *Lagrange Multiplier (LM)* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* expostos na Tabela 21.

Tabela 21 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman

País	<i>Breusch-Pagan</i>	<i>Hausman</i>	<i>Chow</i>	Especificação Adequada
	Chi2	Chi2	F	
Argentina	0,00	20,02***	0,74	<i>Pols</i>
Brasil	0,00	20,02***	0,64	<i>Pols</i>
Chile	1,14	20,02***	1,49***	<i>Efeito Fixo</i>
Peru	0,00	20,02***	0,81	<i>Pols</i>
México	0,00	20,02***	0,68	<i>Pols</i>
América Latina	0,00	38,25***	0,62	<i>Pols</i>

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%

Fonte: a pesquisadora

O resumo dos resultados para os coeficientes dos regressores para o modelo com tipos de BTD temporária e permanente e a variável dependente retorno das ações está evidenciado na Tabela 22. Constata-se pelo resultado do teste F ou Wald (p-valor<0,01) que o modelo de dados em painel é indicado para a equação proposta. Os achados para R^2 (0,0748) são próximos dos de Tang (2006) que foi de 0,083.

Verifica-se que, nesse modelo de regressão, as variáveis EPS_t e ΔEPS_t são incorporadas aos preços das ações das companhias abertas dos países da América Latina, objeto dessa pesquisa. Tang (2006) encontrou que apenas a variável EPS_t é útil para os participantes do mercado acionário chinês avaliarem os preços das ações. Infere-se que quanto maior o lucro por ação das companhias abertas de alguns países da América Latina maior o retorno dos preços das ações dessa dada companhia. A variação nos lucros por ação, por sua vez, refletem negativamente nos preços das ações das empresas componentes da amostra.

Os coeficientes para os tipos de BTD temporária e permanente são estatisticamente significantes para o contexto da América Latina, todavia, apresentam resultados positivos contrários aos esperados. Esses achados significantes confirmam os argumentos da literatura

anterior (HANLON, 2005; TANG, 2006; MOORE, 2012) de que a partição das BTD de acordo com seus componentes trazem informações relevantes para os investidores. Ressalta-se que, no modelo de regressão dos retornos das ações com dados de companhias abertas da América Latina, as BTD permanentes estão mais fortemente associadas com os preços das ações do que as BTD temporárias, conforme Comprix, Graham e Moore (2011).

As BTD temporárias exibem relação positiva (p-valor<0,01) com os retornos das ações. Logo, rejeita-se a Hipótese H₅ de que quanto maior o nível das BTD temporárias menores os retornos das ações desses países latinos – americanos. Esses achados contrariam os de Hanlon (2005) de que os investidores interpretam empresas com grandes BTD temporárias como sinal de menor persistência nos fluxos de caixa futuros.

Tabela 22 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e as BTD Temporária e Permanente – América Latina

América Latina

$$RET_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 BTDT_{it} + \beta_4 BTDP_{it} + \beta_5 IMOB_{it} + \beta_6 LNAT_{it} + \beta_7 \Delta BTM_{it} + \beta_8 AL_{it} + \epsilon_{t+1}$$

Variável	Sinal Previsto	Modelos de Regressão								
		POLS			Fixed effects			Random effects		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	z
Intercepto	?	0,24	**	(2,45)	2,41	***	(4,48)	0,24	**	(2,45)
EPS _{it}	(+)	0,22	***	(7,13)	0,28	***	(5,49)	0,22	***	(7,13)
ΔEPS _{it}	(-)	-0,08	***	(-2,77)	-0,09	**	(-2,19)	-0,08	***	(-2,77)
BTDT	(-)	0,57	*	(1,78)	0,54		(1,18)	0,57	*	(1,78)
BTDP	(-)	0,42	**	(2,02)	0,42		(1,42)	0,42	**	(2,02)
IMOB	(-)	0,16	***	(3,79)	0,15		(1,53)	0,16	***	(3,79)
LNAT	?	-0,02	***	(-3,03)	-0,18	***	(-4,57)	-0,02	***	(-3,03)
ΔBTM	(-)	-0,19	***	(-5,33)	-0,17	***	(-4,37)	-0,19	***	(-5,33)
AL	(-)	0,30	***	(3,58)	0,29	***	(2,98)	0,30	***	(3,58)
N x T		2.553			2.553			2.553		
F ou Wald		18,17***			13,75***			145,36***		
R ²		0,0748			0,0797			0,0876		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; ΔEPS_t = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; BTDT = *book- tax differences* temporária; BTDP = *book- tax differences* permanente; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado das ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

As BTD permanentes também apresentam resultados positivos contrários aos esperados (p-valor<0,05). Assim, rejeita-se a Hipótese H₇ de que quanto maior o nível das BTD permanentes menor, é o retorno das ações das companhias abertas de alguns países da

América Latina. Frank, Lynch e Rego (2009), Wilson (2009), Comprix, Graham e Moore (2011) encontraram que as BTD permanentes contribuem para as incertezas dos participantes do mercado. No contexto da América Latina há evidências de que quanto maior o nível das diferenças permanentes, maiores os preços das ações dessas empresas.

As informações fiscais divulgadas são consideradas mais relevantes para os investidores nas companhias abertas inseridas no ambiente de maior CFF (YOON, 2008), entretanto, os achados para alguns países da América Latina demonstram que o lucro por ação tem associação mais forte com os retornos das ações quando comparado com os tipos de BTD temporárias e permanentes.

O coeficiente positivo e significativo ($p\text{-valor} < 0,01$) para a variável IMOB mostra que quanto maior o investimento das empresas latino-americanas em ativos imobilizados, maiores os retornos das ações dessas companhias. Tais resultados contrariam as afirmações de Comprix, Graham e Moore (2011) de que níveis mais altos de investimentos em ativos fixos podem refletir em maiores incertezas dos agentes econômicos.

O tamanho da empresa reflete negativamente nos preços das ações ($p\text{-valor} < 0,01$), sugerindo que os investidores interpretam corretamente as suposições de Jaafar e Mcleay (2007), de que os gestores tendem a fazer escolhas contábeis com o objetivo de reduzir os custos políticos. Logo, infere-se que o porte das empresas contribui para as incertezas dos agentes econômicos quantos ao futuro da companhia.

Com os resultados negativos, conforme previsto, para a variável ΔBTM ($p\text{-valor} < 0,01$) sugere-se que os investidores, nas companhias abertas da América Latina componentes desse estudo, estão de acordo com os números contábeis divulgados para o mercado, confirmando os achados de Costa (2012). Logo, infere-se que quanto menores as variações entre o valor contábil e o valor de mercado das empresas de países da América Latina, maiores os preços das ações dessas empresas.

O nível de endividamento das empresas de países da América Latina está positivamente relacionado com os retornos das ações de tais empresas. Assim, sugere-se que quanto maior a alavancagem financeira da empresa, maiores os preços das ações da empresa, contrariando os achados de Ayres, Laplante e McGuire (2012) de que empresas alavancadas aumentam as incertezas dos investidores.

Os resultados para os testes de Chow, Lagrange Multiplier (LM) de Breusch-Pagan e Hausman, evidenciados na Tabela 21, mostram que a técnica de estimação dos coeficientes mais adequada para Equação 8 para a Argentina, o Brasil, o Peru e o México é o modelo de Pols, e para o Chile é o modelo de efeitos fixos. A referida equação testa a associação dos

tipos de BTM temporária e permanente, os ganhos atuais, a variação nos ganhos com o retorno das ações por país separadamente.

Os resultados para os coeficientes da regressão são demonstrados na Tabela 23. Verifica-se que, nesse modelo, a variável EPS_{it} tem associação positiva com o retorno das ações para o Brasil (p-valor<0,01), para o Chile (p-valor<0,01) e o México (p-valor<0,01), de acordo com Tang (2006). Assim sendo, sugere-se que os retornos das ações das companhias abertas desses três países são influenciados pelos lucros por ação dessas empresas. Os demais países não apresentam coeficientes significantes, portanto não é possível fazer inferências. Para a variação nos lucros por ação, percebe-se que quanto maior a variação nos resultados das empresas menores são os preços das ações das companhias do Brasil (p-valor<0,01) e do Chile (p-valor<0,01).

As diferenças temporárias afetam os preços das ações apenas das companhias abertas do Chile (p-valor<0,10) e do Peru (p-valor<0,01). Nesses dois países quanto maior o nível das diferenças temporárias, maiores os preços das ações dessas empresas, contrariando Phillips, Pinco e Rego (2003). Esses autores afirmam que maiores diferenças temporárias são indicativos de gerenciamento de resultados. As diferenças permanentes, por sua vez, parecem não estar refletidas nos preços das ações das companhias abertas da Argentina, do Brasil, do Chile, do Peru e do México, porque os coeficientes não apresentam significância estatística.

A variável IMOB está positivamente relacionada aos preços das ações do Brasil (p-valor < 0,05) e do México (p-valor<0,05), contrário ao esperado. Com isso, sugere-se que as empresas desses dois países com maiores investimentos em ativos fixos apresentam maiores retornos para as ações. Verifica-se que quanto maior o tamanho da empresa (LNAT), menores são os retornos dos preços das ações das empresas do Brasil (p-valor< 0,01) e do México (p-valor<0,05). Esses resultados vão ao encontro da afirmação de Costa, Silva e Laurencel (2013) de que as maiores empresas para minimizar seus custos políticos optam por práticas contábeis que reduzam os resultados das empresas.

Os coeficientes da variável ΔBTM para o contexto do Brasil (p-valor <0,01), do Chile (p-valor<0,01) e do México (p-valor<0,01) são negativos, de acordo com o esperado. Ou seja, quanto maior a diferença entre o valor contábil e o valor de mercado das empresas, menores são os retornos das ações dessas companhias. A variável AL está positivamente relacionada com o retorno das ações das empresas da Argentina (p-valor <0,10) e do México (p-valor <0,01), contrária aos argumentos de Ayres, Laplante e McGuire (2010) de que as empresas com grandes índices de endividamento têm seu índice de risco elevado pelos agentes econômicos.

Tabela 23 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e BTD Temporária e Permanente – Por país

$RET_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 BTDTE_{it} + \beta_4 BTDP_{it} + \beta_5 IMOB_{it} + \beta_6 LNAT_{it} + \beta_7 \Delta BTM_{it} + \beta_8 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$													
Variável	Sinal Previsto	País											
		ARGENTINA			BRASIL			CHILE			PERU		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t
Intercepto	?	-0,27		(-1,24)	0,44	**	(2,26)	0,93		(1,15)	0,03		(0,06)
EPS_{it}	(+)	0,29		(0,78)	0,33	***	(9,41)	1,06	***	(4,24)	-0,32		(-1,05)
ΔEPS_{it}	(-)	-0,12		(-0,32)	-0,14	***	(-5,38)	-0,44	***	(-5,32)	0,38		(1,14)
BTDTE	(-)	125,10		(0,70)	-0,11		(-0,33)	686,25	*	(1,97)	20,65	***	(2,82)
BTDP	(-)	1,45		(0,96)	0,02		(0,05)	-0,58		(-0,72)	1,01		(1,29)
IMOB	(-)	0,22		(1,37)	0,15	**	(2,14)	0,01		(0,10)	-0,05		(-0,30)
LNAT	?	0,01		(0,79)	-0,04	***	(-2,84)	-0,07		(-1,21)	0,02		(0,55)
ΔBTM	(-)	-0,07		(-0,61)	-0,30	***	(-6,67)	0,73	***	(15,98)	-0,09		(-0,93)
AL	(-)	0,51	*	(1,80)	0,10		(1,05)	0,12		(0,70)	-0,16		(-1,97)
Modelo		POLS			POLS			Efeito Fixo			POLS		
N x T		130			1.230			379			186		
F ou Wald		5,65***			18,51***			36,26***			1,88*		
R ²		0,0902			0,1201			0,5024			0,0882		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%.

EPS_{it} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; ΔEPS_{it} = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; BTDTE = *book- tax differences* temporária; BTDP = *book- tax differences* permanente; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

4.4.3 Resultados para as variações Positivas e Negativas nas BTD e o Retorno das Ações

Nesse modelo que testa a associação das variações positivas e negativas das BTD com os preços das ações na América Latina, a técnica de estimação dos coeficientes mais adequada é o modelo de POLS, conforme resultados dos testes de *Chow*, Lagrange Multiplier (LM) de *Breusch-Pagan* e *Hausman* evidenciados na Tabela 24.

Tabela 24 - Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman

País	<i>Breusch-Pagan</i>	<i>Hausman</i>	<i>Chow</i>	Especificação Adequada
	Chi2	Chi2	F	
Argentina	0,00	20,02***	0,60	<i>Pols</i>
Brasil	0,00	20,02***	0,73	<i>Pols</i>
Chile	2,99**	20,02***	1,14	<i>Efeito Fixo</i>
Peru	0,00	20,02***	0,92	<i>Pols</i>
México	0,00	20,02***	0,52	<i>Pols</i>
América Latina	0,00	20,02***	0,70	<i>Pols</i>

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%

Fonte: a pesquisadora

Os resultados para esse modelo de regressão com as variações positivas e negativas nas BTD estão resumidos na Tabela 25. O resultado do teste F (p-valor<0,01) evidencia que a técnica de dados em painel é indicada para a referida equação. O valor de 0,0813 para o R^2 está bem próximo do exposto na pesquisa de Tang (2006) que foi de 0,0830. Todas as variáveis desse modelo apresentam coeficientes estatisticamente significantes. Portanto, infere-se que os ganhos atuais, as variações nos ganhos, as variações positivas e negativas nas BTD, a imobilização, o tamanho da empresa, a variação entre o valor de mercado e o valor contábil das empresas e o grau de endividamento são observadas pelos investidores para a determinação dos retornos das ações das empresas.

Verifica-se que o coeficiente de EPS_{it} é positivamente correlacionado com os retornos das ações, conforme o esperado ao nível de 1%. Logo, os investidores das companhias abertas de alguns países da América Latina utilizam o lucro por ação atual para a definição dos retornos das ações das empresas componentes da amostra. Esses achados estão de acordo com os resultados de Tang (2006).

Para a variável ΔEPS_{it} , o coeficiente apresenta sinal negativo (p-valor<0,01), igual aos achados de Tang (2006) para o mercado de capitais chinês, contudo, a autora encontrou coeficientes sem significância estatística. Assim, infere-se que a variação nos ganhos

contribui para as incertezas dos agentes econômicos e, conseqüentemente, para menores preços das ações das empresas de países da América Latina.

Em relação às variações nas BTD do ano t para o ano t+1, são exibidos coeficientes negativos para as VNBTD (p-valor<0,01) para os dados das empresas de alguns países da América Latina. Ou seja, quanto maior a variação negativa nas BTD, menores os retornos das ações dessas empresas, confirmando os achados de Hanlon (2005). Portanto, aceita-se a Hipótese H₄ de que há uma relação inversamente proporcional entre as variações negativas das BTD e o retorno das ações de companhias abertas de países latino-americanos.

Esses achados oferecem indícios de que os investidores interpretam essas variações negativas como deterioração na qualidade dos números contábeis reportados, confirmando os achados de Heltzer (2009). Segundo o autor, nos anos com maiores BTD negativas as empresas exibem maior conservadorismo incondicional nos números contábeis, ou seja, reconhecem as perdas de forma menos oportuna no lucro contábil, o que conseqüentemente poderá impactar os resultados futuros da empresa.

Tabela 25 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e BTD Positivas e Negativas – América Latina

$RET_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 VNBTD_{it} + \beta_4 VPBTD_{it} + \beta_5 IMOB_{it} + \beta_6 LNAT_{it} + \beta_7 \Delta BTM_{it} + \beta_8 AL_{it} + \varepsilon_{t+1}$										
Variável	Sinal Previsto	Modelos de Regressão								
		POLS			Fixed effects			Random effects		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	z
Intercepto	?	0,43	***	(5,92)	2,45	***	(7,34)	0,43	***	(5,92)
EPS _{it}	(+)	0,19	***	(9,21)	0,24	***	(7,80)	0,19	***	(9,21)
ΔEPS _{it}	(-)	-0,06	***	(-3,65)	-0,08	***	(-3,24)	-0,06	***	(-3,65)
VNBTD	(-)	-0,14	***	(-5,02)	-0,15	***	(-3,93)	-0,14	***	(-5,02)
VPBTD	(-)	0,08	**	(2,31)	0,01		(0,23)	0,08	**	(2,31)
IMOB	(-)	0,13	***	(3,89)	0,15	**	(2,07)	0,13	***	(3,89)
LNAT	?	-0,03	***	(-5,70)	-0,18	***	(-7,34)	-0,03	***	(-5,70)
ΔBTM	(-)	-0,18	***	(-6,78)	-0,15	***	(-5,46)	-0,18	***	(-6,78)
AL	(-)	0,32	***	(4,98)	0,30	***	(4,25)	0,32	***	(4,98)
N x T		3.735			3.735			3.735		
F ou Wald		36,52***			28,89***			292,12***		
R ²		0,0813			0,0879			0,1252		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%. EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; ΔEPS_t = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTD no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTD variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTD no quintil mais alto e 0 para as demais; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

Os resultados para as variações positivas das BTB (VPBTB) têm relação positiva (p-valor $<0,05$) com os retornos das ações, portanto, rejeita-se a hipótese H_4 de que há uma relação inversamente proporcional entre as variações positivas das BTB e o retorno das ações de companhias abertas de países latino-americanos. Hanlon (2005) encontrou que empresas com maiores variações positivas nas BTB têm menor persistência nos ganhos e nos fluxos de caixa. Apesar de Heltzer (2009) evidenciar que as empresas que apresentam maiores variações positivas nas BTB apresentam maior tempestividade no reconhecimento dos ganhos, a literatura tem encontrado que essas variações positivas representam menor persistência nos ganhos e, consequentemente, menores preços das ações (HANLON, 2005; TANG, 2006, TANG; FIRTH, 2012).

O nível de IMOB (p-valor $<0,01$) interfere positivamente nos retornos dos preços das ações, contrários aos argumentos de Comprix, Graham e Moore (2011) de que quanto maior o investimento em ativos fixos, maiores as incertezas dos agentes econômicos em relação à empresa. No contexto das empresas da América Latina, os investidores parecem não interpretar o maior nível de imobilização como algo negativo para a empresa.

O resultado para a variável LNAT evidencia que as maiores empresas de alguns países latino-americanos apresentam menores retornos das ações (p-valor $<0,01$), condizente com a ideia de que as maiores empresa suavizam os resultados para reduzir os custos políticos (CULLINAN, 1999; COSTA; SILVA; LAURENCEL, 2013). A variável ΔBTM apresenta coeficiente negativo (p-valor $<0,01$), de acordo com o previsto, indicando que os investidores em companhias abertas de alguns países da América Latina estão de acordo com os números contábeis divulgados ao mercado, demonstrando redução na assimetria da informação entre investidores e empresas (COSTA, 2012). O nível de alavancagem financeira também está associado com os preços das ações (p-valor $<0,01$), todavia, apresenta coeficiente positivo, contrário ao esperado. Logo, infere-se que quanto maior a alavancagem financeira das companhias abertas de alguns países da América Latina, maiores os retornos das ações dessas empresas.

Para a análise individual por país da relação das BTB positivas e negativas com os retornos das ações, a técnica de estimação dos coeficientes mais adequada é o modelo de POLS para os cinco países investigados, conforme resumo para os resultados dos testes de Chow, Lagrange Multiplier (LM) de Breusch-Pagan e Hausman expostos na Tabela 24.

Os achados para a referida regressão estão expostos na Tabela 26. Verifica-se que a variável EPS_{it} apresenta coeficiente positivo: Brasil (p-valor $<0,01$), Chile (p-valor $<0,01$) e México (p-valor $<0,01$). Essas evidências sugerem que quanto maior o lucro por ação das

empresas brasileiras, chilenas e mexicanas, maiores os retornos dos preços das ações dessas companhias abertas. Tang (2006) encontrou associação positiva entre o lucro por ação atual com o retorno das ações do mercado de capitais chinês. Para as empresas peruanas é exibido um coeficiente negativo para a relação entre o lucro por ação da empresa e os retornos das ações. Esses achados para o Peru contrariam os argumentos de Hendriksen e Van Breda (2012) de que os preços das ações acompanham os lucros divulgados pelas companhias abertas. Para a Argentina não foi exibido resultado com significância estatística.

Já a variável ΔEPS_{it} apresenta resultados diferentes entre os países. Para o Brasil (p-valor $<0,01$) e o Chile (p-valor $<0,01$) há uma associação negativa com o retorno das ações, assim, quanto maior a variação nos lucros por ação de um ano para o outro das companhias abertas desses dois países, menores seus retornos das ações. No caso do Peru, evidencia-se uma relação positiva (p-valor $<0,10$) entre a variação lucro por ação e os retornos das ações, ou seja, quanto maior a variação nos lucros por ação das empresas peruanas, maiores os retornos das ações de tais empresas.

A variável VNBTD apresenta coeficientes negativos para a Argentina (p-valor $<0,05$), para o Brasil (p-valor $<0,05$) e para o Peru (p-valor $<0,05$), condizentes com os resultados de Hanlon (2005) e de Heltzer (2009). Assim, infere-se que os investidores nas empresas argentinas, brasileiras e peruanas interpretam as maiores variações nas BTB como sinal de degradação na qualidade dos números contábeis reportados pelas empresas. O coeficiente negativo para a variável VNBTD ($LT > LC$) das empresas desses três países contribui para as incertezas dos investidores, conforme os achados de Heltzer (2009), e refletem menores preços das ações. Para os demais países (Chile e México) não foram encontrados resultados com significância estatística, portanto, não se pode inferir se esses tipos de BTB interferem nos retornos das ações das companhias abertas investigadas de tais países.

As variações positivas nas BTB não apresentam coeficientes com significância estatística para os cinco países que são objeto da presente pesquisa, sendo assim, não se pode inferir sobre a utilidade dessa informação para os retornos das ações das companhias abertas da Argentina, do Brasil, do Chile, do Peru e do México.

Os coeficientes positivos encontrados para a variável IMOB no contexto das empresas da Argentina (p-valor $<0,01$), do Chile (p-valor $<0,05$) e do México (p-valor $<0,01$) contrariam o sinal previsto, demonstrando que o maior nível de investimento em ativos fixos contribui para a redução das incertezas dos agentes econômicos e o maior retorno das ações dessas companhias. Para os demais países pesquisados, verifica-se que os resultados não apresentam significância estatística.

A variável LNAT (tamanho das empresas) apresenta coeficiente negativo para todos os países componentes da amostra desse estudo. Todavia, essa associação é significativa apenas para o ambiente do Brasil (p-valor<0,01) e do México (p-valor <0,10). Portanto, quanto maior o tamanho das companhias abertas do Brasil e do México, menores são os retornos dos preços das ações dessas companhias. Cullinan (1999) argumenta que as empresas maiores tendem a adotar práticas contábeis que reduzam a renda declarada.

Os resultados dos coeficientes para a variável ΔBTM trazem o sinal esperado (negativo) para o Brasil (p-valor <0,01), para o Peru (p-valor <0,01) e para o México (p-valor<0,01). Com isso, infere-se que a variação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado da empresa é útil para o mercado acionário brasileiro, peruano e mexicano, podendo ser indício de redução da assimetria de informação quanto aos valores contábeis divulgados pelas empresas.

A variável AL mostra relação negativa com o retorno das ações das empresas argentinas (p-valor <0,10), sugerindo que os investidores interpretam empresas com grandes índices de endividamento como investimento de maior risco. O México (p-valor<0,01) e o Brasil (p-valor<0,05) exibem coeficientes positivos, ou seja, o maior índice de endividamento não aumenta as incertezas dos investidores em relação à empresa. Para o Chile e o Peru os resultados não são estatisticamente significantes.

Tabela 26 - Resultados para o Modelo de Retorno das Ações e os Tipos de BTB Positiva e Negativa – Por País

RET _{it+1} = β ₀ + β ₁ EPS _{it} + β ₂ ΔEPS _{it} + β ₃ VNBTD _{it} + β ₄ VPBTD _{it} + β ₅ IMOB _{it} + β ₆ LNAT _{it} + β ₇ ΔBTM _{it} +β ₈ AL _{it} + ε _{t+1}																
Variável	Sinal Previsto	País														
		ARGENTINA			BRASIL			CHILE			PERU			MÉXICO		
		Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t	Coef.	p>t	t
Intercepto	?	0,18		(1,42)	0,48	***	(3,45)	0,22		(0,39)	0,62	**	(2,10)	0,15		(0,92)
EPS _{it}	(+)	0,06		(1,17)	0,25	***	(8,99)	0,66	***	(3,04)	-0,36	**	(-2,42)	0,68	***	(4,80)
ΔEPS _{it}	(-)	-0,03		(-0,70)	-0,10	***	(-3,72)	-0,31	***	(-3,03)	0,30	*	(1,92)	-0,01		(-0,11)
VNBTD	(-)	-0,13	**	(-2,47)	-0,13	**	(-2,33)	0,03		(0,50)	-0,29	***	(-3,41)	0,01		(0,13)
VPBTDP	(-)	-0,20		(-0,97)	-0,02		(-0,26)	0,09		(1,33)	-0,13		(-1,27)	0,02		(0,29)
IMOB	(-)	0,07	***	(21,96)	0,09		(1,53)	0,20	**	(1,78)	-0,12		(-1,05)	0,22	***	(3,07)
LNAT	?	-0,01		(-0,91)	-0,03	***	(-3,49)	-0,02		(-0,58)	-0,01		(-0,59)	-0,02	*	(-1,97)
ΔBTM	(-)	-0,04		(-0,72)	-0,31	***	(-7,69)	0,52		(11,82)	-0,24	***	(-4,73)	-0,63	***	(-9,38)
AL	(-)	-0,21	*	(-1,78)	0,19	**	(2,23)	0,11		(0,74)	-0,04		(-0,22)	0,80	***	(5,74)
Modelo		POLS			POLS			POLS			POLS			POLS		
N x T		396			1.640			723			338			601		
F ou Wald		114,32***			22,18***			22,72***			6,66***			32,14***		
R ²		0,0621			0,1362			0,2381			0,0903			0,2710		

* p<10%; ** p<5%; *** p<1%. EPS_{t+1} = lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; ΔEPS_t = diferença entre o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t e o valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço da ação em 30 de abril após o final do ano fiscal de t-1; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTB no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTDP variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTB no quintil mais alto e 0 para as demais; IMOB = imobilizado bruto e intangível escalonados pelo ativo total defasado; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1.

Fonte: a pesquisadora

No Quadro 7, são ilustrados os resultados das hipóteses propostas para o modelo dos retornos das ações dessa pesquisa. No geral, verifica-se que os tipos de BTM (total, permanente, temporária e positiva) são úteis para os investidores na determinação dos retornos dos preços das ações das companhias abertas de alguns países da América Latina.

Quadro 7 - Resumo dos Resultados das Hipóteses de Pesquisa para os Modelos dos Retornos das Ações – América Latina

Hipótese	Associação	Resultado	Resultado esperado	Resultado encontrado
H ₂	BTM total e RET _{it+1}	Rejeita-se	(-)	(+)
H ₄	BTM positiva e RET _{it+1}	Rejeita-se	(-)	(+)
	BTM negativa e RET _{it+1}	Aceita-se	(-)	(-)
H ₅	BTM temporária e RET _{it+1}	Rejeita-se	(-)	(+)
H ₇	BTM permanente e RET _{it+1}	Rejeita-se	(-)	(+)

Fonte: a pesquisadora

Com a análise do Quadro 7, constata-se que apenas as variações negativas nas BTM apresentam sinal esperado de acordo com a literatura prévia de Hanlon (2005), Tang (2006), Heltzer (2009), Comprix; Graham e Moore (2011). Os demais tipos de BTM apresentam significância estatística, contudo, os sinais dos coeficientes são contrários aos esperados nessa pesquisa.

Na Tabela 27, são resumidos os achados dos coeficientes para a associação dos tipos de BTM com os retornos dos preços das ações. Constata-se que, os tipos de BTM (total, permanente, temporária, positiva e negativa) são de valor relevante para os investidores de alguns países da América Latina na determinação dos retornos dos preços das ações.

Tabela 27 - Resumo dos Resultados das Regressões para os Modelos de Retornos das Ações e os dos Tipos de BTM

Variável dependente: RET _{it+1}													
Variável	Sinal previsto	Argentina		Brasil		Chile		Peru		México		AL	
		Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p	Coef.	p
BTM	(-)	0,93	*	0,37	**	-0,24		0,99	**	-0,65		0,48	***
BTMTE	(-)	125,10		-0,11		686,25	*	20,65	***	-1,26		0,57	***
BTMP	(-)	1,45		0,02		-0,58		1,01		-0,74		0,42	***
VNBTD	(-)	-0,13	**	-0,13	**	0,03		-0,29	***	0,01		-0,14	***
VPBTD	(-)	-0,20		-0,02		0,09		-0,13		0,02		0,08	***

* p<10%; ** p<5%; *** p<1; AL = América Latina; BTM= diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; BTMTE= diferença temporária entre o lucro contábil e o lucro tributável; BTMP= diferença permanente entre o lucro contábil e o lucro tributável; ; VNBTD = variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTM no quintil mais baixo e 0 para as demais; VPBTD variável binária com valor 1 para a variação do ano t para o ano t+1 na BTM no quintil mais alto e 0 para as demais.

Fonte: a pesquisadora

Visualiza-se também (Tabela 27) que, no contexto das empresas argentinas e brasileiras são consideradas úteis para os investidores na determinação dos retornos das ações as BTM totais e as variações negativas nas BTM. Para o Chile, verifica-se essa utilidade

apenas das BTD temporárias, e no caso do Peru as BTD totais, temporárias e as variações negativas nas BTD estão associadas com os retornos dos preços das ações. No contexto do México, as informações apreendidas nas BTD não apresentam resultados com significância estatística, logo, não se pode fazer inferências sobre as utilidades dessas informações para os retornos das ações de tal país.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a utilidade dos tipos de BTB para o cálculo dos retornos dos preços das ações e a previsão de resultados futuros das empresas do mercado acionário de alguns países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru). A literatura anterior sugere que as informações fiscais contidas nas demonstrações financeiras fornecem subsídios sobre a persistência dos lucros e dos fluxos de caixa das empresas. Todavia, os resultados são contraditórios, não há consenso se as BTB são utilizadas e quais tipos de BTB são utilizados pelos agentes econômicos nas avaliações das empresas.

Não foram encontrados, até o momento, estudos investigando o tema no contexto dos países da América Latina, conjuntamente. Trata-se de uma região que tem origens legalistas, mercado de capitais com fraca proteção ao investidor, interferência governamental na emissão de normas contábeis e com histórico de maior conformidade financeira e fiscal. Sendo assim, entende-se que esses países fornecem um ambiente propício para testar as hipóteses de pesquisa. Além disso, como esses países tem características peculiares podem apresentar resultados diferentes das pesquisas prévias com BTB.

Foram utilizados dados de empresas do mercado acionário de cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) disponíveis na base de dados Economática e na base de dados Capital IQ, no período de 2002 a 2013. Para maior robustez dos resultados foram realizados testes para os três tipos de dados em painel *pooled independent cross-sections* ou POLS- *pooled ordinary least squares*, efeitos fixos e efeitos aleatórios.

5.1 Conclusões

As evidências encontradas sugerem que, os tipos de BTB total, temporária, permanente e variações positivas e negativas nas BTB podem ser relevantes para os investidores, nas companhias abertas desses cinco países da América Latina, na previsão de resultados futuros. Os tipos de BTB total, temporária e permanente apresentam coeficientes negativos para a relação com a previsão de resultados futuros, consistentes com as Hipóteses H_1 , H_6 e H_8 . Logo, infere-se que quanto maior a magnitude desses tipos de BTB, menores os resultados futuros das companhias abertas de cinco países latino-americanos.

Sugere-se que os lucros atuais das companhias abertas dos cinco países da América Latina são mais transitórios e menos persistentes em anos com maiores BTB, logo,

desempenhos inferiores podem ser esperados para os anos posteriores aos períodos com maiores magnitudes das BTB. Infere-se que as BTB temporária das empresas objetos da pesquisa podem ser oriundas de gerenciamento de resultados, visto que, as empresas apresentam resultados futuros inferiores em anos com maiores BTB temporárias decorrentes dessas práticas da gestão. Como o maior nível de BTB permanente é um indicador de atividade de evasão fiscal, sugere-se que, nos anos com maiores magnitudes de BTB permanente elas podem ser interpretadas como atividade de gestão tributária e, conseqüentemente, degradação da qualidade dos números contábeis reportados.

As variações positivas e negativas nas BTB apresentam coeficientes positivos, contrários aos esperados. O coeficiente positivo para a variável VPBTB pode ser um sinal de maior tempestividade dos resultados e menor conservadorismo condicional das demonstrações financeiras das companhias abertas de países da América Latina. O coeficiente positivo para as variações negativas nas BTB, por sua vez, podem representar uma redução no financiamento fora do balanço das instituições de países latino-americanos, o que seria visto como uma informação positiva sobre os resultados da empresa. Assim, sugere-se que, quanto maior as variações nas BTB maiores os resultados futuros de tais companhias, portanto, rejeita-se a Hipótese H_3 .

De forma complementar foram analisados os resultados dos países individualmente, evidencia-se que, para o contexto do Brasil e do Chile, apenas as variações negativas das BTB não estão associadas com a previsão de resultados futuros. Em ambos os países são exibidos os mesmos coeficientes para cada tipo de BTB sugerindo que nas empresas desses países os comportamentos quanto aos resultados futuros são semelhantes. Para o contexto argentino apenas o tipo de BTB temporária está relacionada com os resultados futuros dessas companhias. E para as empresas do Peru foram encontradas associações entre os resultados futuros e os tipos de BTB total, permanente e positiva. O México, por sua vez, exibe relação entre os resultados futuros e os tipos de BTB total e temporária.

Os resultados encontrados para o modelo de cálculo dos retornos das ações sugerem que os tipos de BTB são úteis para os investidores calcularem os retornos das ações de companhias abertas desses cinco países da América Latina. Os tipos de BTB total, permanente e temporária apresentam coeficiente positivo (contrários aos esperados), assim, infere-se que esses três tipos de BTB contribuem para a redução das incertezas dos investidores quanto à empresa (maiores BTB maiores retornos das ações).

As variações negativas nas BTB, por sua vez, apresentam coeficiente negativo para o contexto dos cinco países da América Latina, condizente com os argumentos da literatura

anterior de que maiores níveis de BTB negativas são indicativos de maior conservadorismo incondicional no lucro contábil. O conservadorismo incondicional está relacionado às práticas de gerenciamento de resultados em que as empresas reconhecem as perdas de forma menos oportuna no lucro contábil. Os resultados evidenciam que esses investidores parecem estar interpretando corretamente essas informações contidas nas variações negativas das BTB, porque quanto maiores as variações negativas nas BTB, menores os retornos dos preços das ações de tais companhias componentes da amostra da pesquisa.

Já as variações positivas nas BTB apresentam sinal contrário ao esperado, ou seja, coeficiente positivo. Com isso, sugere-se que os investidores nas companhias abertas de cinco países da América Latina interpretam as variações positivas nas BTB como aumento da qualidade dos números contábeis reportados: quanto maior a variação positiva nas BTB maiores os retornos dos preços das ações. Esse comportamento se justifica porque as BTB positivas são indícios de diminuição do conservadorismo condicional das demonstrações financeiras, em que há reconhecimento tempestivo dos ganhos. Diante dos resultados exibidos, as Hipóteses apresentadas para o modelo H_2 , H_5 e H_7 são rejeitadas. A quarta Hipótese de pesquisa, por sua vez, é aceita para as variações negativas nas BTB e, rejeitada para as variações positivas nas BTB.

Na análise complementar do modelo de retorno das ações por país, verifica-se que, no contexto das empresas argentinas e brasileiras, são consideradas úteis para os investidores na determinação dos retornos das ações as BTB totais e as variações negativas nas BTB. Para o Chile, verifica-se essa utilidade apenas das BTB temporárias, e no caso do Peru, as BTB totais, temporárias e as variações negativas nas BTB estão associadas com os retornos dos preços das ações. No contexto do México, as informações apreendidas nas BTB não apresentam resultados com significância estatística, logo, não se pode fazer inferências sobre a utilidades dessas informações para os retornos das ações de tal país.

5.2 Limitações da Pesquisa

É importante ressaltar que nenhuma pesquisa tem um fim em si. Algumas limitações estão inseridas nesse trabalho. A base de dados disponível impede a inferência dos resultados para todos os países da América Latina, visto que, dos 20 países dessa região apenas cinco têm dados públicos disponíveis no sistema Economática. O período investigado pode ser outro limitador dos achados encontrados. Eventos como mudanças na legislação, crises econômicas, guerras, política, dentre outros, podem ter afetado os resultados, mesmo

procurando controlá-los econometricamente. As métricas utilizadas para testar a utilidade dos tipos de BTD para a previsão de resultados futuros e os retornos das ações podem não capturar os verdadeiros efeitos evidenciados.

Além disso, as empresas não costumam divulgar os resultados tributáveis e, portanto, as BTD não observáveis. Para superar essa limitação é preciso fazer estimativas com base em informações fiscais disponíveis nas demonstrações financeiras. Uma prática comum nos estudos anteriores (COSTA, 2012; NAKAO, 2012) é estimar o lucro tributável com base nas despesas com imposto de renda. A presente pesquisa utilizou o método de estimativa para o cálculo do lucro tributável para depois confrontar com o lucro antes do imposto de renda e chegar às BTD.

Todavia, mesmo sendo utilizado pela literatura, trata-se de uma metodologia que apresenta algumas deficiências: i) funciona apenas para as empresas com despesas de imposto de renda diferentes de zero e com lucro antes dos tributos sobre o lucro positivo; ii) com isso, uma proporção da população de empresas pesquisadas é excluída da amostra nos estudos que aplicam esse método.

5.3 Sugestões para Pesquisas Futuras

Para estudos futuros sugere-se: 1) testar a utilidade de outros tipos de BTD para os agentes econômicos, tais como BTD normal e anormal, com o intuito de verificar a percepção do mercado quanto ao gerenciamento de resultados e gerenciamento tributário; 2) realizar um estudo junto aos investidores e analistas para capturar a percepção desses agentes econômicos em relação às informações fiscais divulgadas pelas empresas; 3) testar outras proxies para a qualidade da informação contábil, tais como: conservadorismo, tempestividade, gerenciamento de resultados; 4) examinar os tipos de BTD das empresas de capital aberto que entraram em processo de falência judicial nos últimos 20 anos, para verificar as motivações dos gestores em situações de risco; 5) analisar quais os tipos de BTD influenciam nas análises de créditos das empresas do mercado de capitais da América Latina; 6) verificar se os tipos de BTD (BTDTE, BTDP, VNBTD, VPBTD) afetam os honorários de auditoria; 7) examinar se a adoção das IFRS nos países com histórico de maior conformidade financeira e fiscal aumenta as magnitudes das BTD, e quais os tipos de BTD são mais significativamente alterados; 8) testar se o monitoramento externo, como por exemplo, governança corporativa, acompanhamento de analistas e empresas de auditoria, está relacionado aos tipos de BTD (BTDTE, BTDP, VNBTD, VPBTD); 9) verificar se o acompanhamento fiscal diferenciado

existente no contexto brasileiro influencia nos tipos de BTB (BTBTE, BTBP, VNBTD, VPBTD), quando comparadas às demais empresas de capital aberto; 10) analisar o comportamento de grandes empresas com gestão familiar quanto aos tipos de BTB e compará-las com as demais empresas de capital aberto. Como os resultados em relação à relevância das *book-tax differences* para os agentes econômicos são contraditórios e, essas diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável contêm informações sobre os atributos dos números contábeis divulgados, verifica-se que muitas pesquisas ainda têm que ser feitas em contabilidade.

6 REFERÊNCIAS

- ATWOOD, T. J.; DRAKE, M. S.; MYERS, L. A. Book-Tax Conformity, Earnings Persistence and the Association Between Earnings and Future Cash Flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 111-125, 2010.
- AYERS, B. C. ; LAPLANTE, S. K.; MCGUIRE, S. T. Credit Ratings and Taxes: The Effect of Book-Tax Differences on Ratings Changes. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n.2, p. 359–402, 2010.
- BAE, K.-H.; TAN, H.; WELKER, M. International GAAP differences: The Impact on Foreign Analysts. **The Accounting Review**, v. 83, p. 593–628, 2008.
- BALL, R. J.; BROWN, W.. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p.159-178, 1968.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n.1, p. 1-51, 2000.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W.H.; LANDSMAN, W.R. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31 n. 1–3, p.77–104, 2001.
- BARTH, M. E; LANDSMAN; W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.
- BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 3-37, 1997.
- BASU, S. Discussion of: Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. **Review of Accounting Studies**, v. 10, p. 311-321, 2005.
- BAUM, C.(2006). **An introduction to modern econometrics using Stata**. Texas: Stata Press.
- BLAYLOCK, B.; SHEVLIN, T.; WILSON, R. J. Tax avoidance, large positive temporary book-tax differences, and earnings persistence. **The Accounting Review**, v. 87, n. 1, p. 91-120, 2012.
- CHAN, K.H.; LIN, K. Z.; MO, P. L.L. Will a Departure From Tax-Based Accounting Encourage Tax Non Compliance? Archival Evidence From a Transition Economy. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 58-73, 2010.
- CHAN, K. H.; LIN, K. Z.; TANG, F. Tax Effects of Book-Tax Conformity, Financial Reporting Incentives, and Firm Size. **Journal of International Accounting Research**, v. 12, n. 2, p. 1-25, 2013.

COMPRIX, J.; GRAHAM Jr. R. C.; MOORE, J. A. Empirical evidence on the impact of book-tax differences on divergence of opinion among investors. **Journal of the American Taxation Association**, v. 33, n. 1, p. 57-78, 2011.

COSTA, P. S. **Implicações da Adoção das IFRS Sobre a Conformidade Financeira e Fiscal das Companhias Abertas Brasileiras**. 2012. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30032012-173043/>>. Acesso em: 14 jul. 2013.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B; COSTA, A. C. O. Conservadorismo em cinco países da America do sul. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 41, p. 7-20, maio/ago. 2006.

COSTA, T. A.; SILVA, A. H. C.; LAURENCEL, L. C. Escolha de práticas contábeis: um estudo sobre propriedades para investimento em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 18, p. 25-36, 2013.

CULLINAN, C. P. International Trade and Accounting Policy Choice: Theory and Canadian Evidence. **The International Journal of Accounting**, v. 34, n. 4, p. 597-607, 1999.

DESAI, M. A. The Degradation of Reported Corporate Profits. **Journal of Economics Perspectives**, v. 19, n. 4 p. 171-192, 2005.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FAVERO, L. P. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n.1, p. 131-156, 2013.

FRANK, M. M.; LYNCH, L. J.; REGO, S. O. Tax Reporting Aggressive Ness and its Relation to Agressive Financial Reporting. **The Accounting Review**, v. 84, n. 2, p. 467-496, 2009.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. 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.

GONCHAROV, I. ZIMMERMANN, J. Earnings Management when Incentives Compete: The Role of Tax Accounting in Russia. **Journal of International Accounting Research: Spring**, v. 5, n.1, p. 41-65, 2006.

GUENTHER, D. A.; SANSING, R.C. Valuation of the Firm in the Presence of Temporary Book-Tax Differences: The Role ofDeferred Tax Assets and Liabilities. **The Accounting Review**, v. 75, n. 1 p. 1-12, 2000.

GUENTHER, D., A.; YOUNG, D. The association between financial accounting measures and real economic activity: a multinational study. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 53-72, 2000.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. Porto Alegre, AMGH, 2011.

HANLON, M. The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals and Cash Flows When Firms Have Large Book-Tax Differences. **The Accounting Review**, v. 80, n. 1, p. 137-166, 2005.

HANLON, M.; LAPLANTE, S. K.; SHEVLIN, T. Evidence on the Possible Information Loss of Conforming Book Income and Taxable Income. **Journal of Law and Economics**, v. 48, p. 407-442, 2005.

HANLON, M.; MAYDEW, E. L.; SHEVLIN, T. An unintended consequence of book-tax conformity: a loss of earnings informative ness. **Journal of Accounting and Economics**, v. 48, p. 294-311, 2008.

HANLON, M.; SLEMROD, J. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. **Journal of Public Economics**, v. 93, p. 126-141, 2009

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HELTZER, W. Conservatism and Book-Tax Differences. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 24, n. 3, p. 469-504, 2009.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2012.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.

IFRS. **Analysis of the G20 IFRS profiles**. Disponível em: < <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Analysis-of-the-G20-IFRS-profiles.aspx>>. Acesso em: 20 abr. 2014.

IFRS. **Internacional Financial Reporting Standards**, 2014. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Analysis-of-the-IFRS-jurisdictional-profiles.aspx>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

JAAFAR, A.; MCLEAY, S. Country Effects and Sector Effects on the Harmonization of Accounting Policy Choice. **Abacus**, v. 43, n. 2, 2007, p. 156-189.

KVAAL, E.; NOBES, C. The Development of Book-Tax Differences in Seven Major Countries. **SSRN**. 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2391780>

LA PORTA, R.; DE-SILANES, F. L.; SHLEIFER, A. The Economic Consequences of Legal Origins. **Journal of Economic Literature**, v. 46, n. 2, p.285-332, 2008.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v.38, n.3, p. 91-124, 2000.

LEV, B.; NISSIM, D. Taxable income, future earnings, and equity values. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 1039-1074, 2004.

MARQUES, A.V.C.; PONTES, G. A.; COSTA, P. S.; SANTOS, C. K.S. Relationship Between Financial and Compliance Audit and Accounting Information Quality: a Bibliometric Study From 1990 to 2012. **European Scientific Journal**, Edição Especial, v. 1, p. 152-164, 2014.

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. **American Journal of Sociology**, v 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MOORE, J. Empirical evidence on the impact of external monitoring on book-tax differences. **Advances in accounting, incorporating advances in international accounting**, v. 28, n. 2, p. 254-269, 2012.

NAKAO, S. H. **A adoção de IFRS e o Legado da Conformidade Mandatória Contábil-Fiscal**. Tese (de Livre Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. 2012. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/96/tde-31012014-140349/en.php>

PHILLIPS, J.; PINCUS, M.; REGO, S. O. Earnings management: new evidence based on deferred tax expense. **The Accounting Review**, v. 78, n. 2, p. 491-521, 2003.

QIANG, X. The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: cross-sectional evidence at the firm level. **The Accounting Review**, v. 82, n. 3, p. 759-796, 2007.

ROGERS, J.; SKINNER, D.; VAN BUSKIRK, A. Earnings guidance and market uncertainty. **Journal of Accounting and Economics**, v.48, n.1, p. 90–109, 2009.

SHACKELFOR, D.; SHEVLIN, T. Empirical tax research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 321–387, 2001.

SHACKELFOR, D.; SLEMROD, J.; SALLEE, J. Financial reporting tax, and real decisions: toward a unifying framework. **International Tax and Public Finance**, v. 18, n.4, p. 461-494, 2011.

SHAVIRO, D. The optimal relationship between taxable income and financial accounting income: analysis and a proposal. **The Georgetown Law Journal**, v. 97, p. 423-484, 2008.

TANG, T. The Value Relevance of Book-Tax Differences — An Empirical Study in China's Capital Market. **SSRN**. 2006. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897120.

TANG, T.; FIRTH, M. Can book–tax differences capture earnings management and tax Management? Empirical evidence from China. **The International Journal of Accounting**, v. 46, p.175–204, 2011.

TANG, T.; FIRTH, M. Earnings Persistence and Stock Market Reactions to the Different Information in Book-Tax Differences: Evidence from China. **The International Journal of Accounting**, v. 47, p.369-397, 2012.

TANG, T. Does Book-Tax Conformity Deter Opportunistic Book and Tax Reporting? An International Analysis. **PAPER University of British Columbia Faculty of Management**. 2014. Disponível em: https://www.uts.edu.au/sites/default/files/ACCconf14TTang_1.pdf

VERRECHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.

YOON, S. W. An International Study of the Relation Between Book-Tax Conformity and the Value Relevance of Earnings Components. **Journal of International Business Research**, v. 7, n. 2, p. 31-56, 2008.

WALKER, D. I; FLEISCHER, V. Book-Tax Conformity and Equity Compensation. **Boston University School of Law Working Paper**, n. 08-23, 2008.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting Horizons**, n. 17, p. 207-221, 2003.

WEBER, D. P. Do Analysts and Investors Fully Appreciate the Implications of Book-Tax Differences for Future Earnings? **Contemporary Accounting Research**, v. 26, n. p. 1175–1206, 2009.

WHITAKER, C. How to build a bridge: eliminating the book-tax gap. **The Tax Lawyer**, v. 59, n.4, p. 981-1019, 2006.

WILSON, R., J. An examination of corporate tax shelter participants. **The Accounting Review**, v. 84, n. 3, p. 969–999, 2009.

7 APÊNDICES

Apêndice A – Estatística Descritiva das Variáveis da Pesquisa por País

Jurisdicção	Variável	Obs	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
Argentina	RET _{t+1}	431	0,050	0,674	-2,799	4,261
	EPS _{t+1}	448	0,074	0,519	-4,495	3,909
	EPS _t	444	-0,075	2,02	-41,000	4,565
	BTD	476	-0,010	0,122	-0,667	1,566
	BTDTE	149	-0,0001	0,0003	-0,001	0,002
	BTDP	476	-0,010	0,122	-0,667	1,566
	LT	449	0,070	0,132	-1,758	0,632
	LAIR	476	0,056	0,140	-0,653	0,977
	ROA	481	0,086	0,099	-0,125	1,372
	IMOB	477	0,529	1,452	0,000	31,446
	LNAT	480	12,348	1,810	7,056	16,602
	ΔBTM	458	-0,038	0,540	-2,394	2,248
	AL	466	-0,0001	0,220	-2,366	1,769
Brasil	RET _{t+1}	2.009	0,080	1,249	-7,733	6,563
	EPS _{t+1}	2.097	0,252	2,643	-42,523	32,497
	EPS _t	2.096	0,284	2,367	-29,656	27,365
	BTD	2.161	0,008	0,190	-6,889	1,742
	BTDTE	1.538	-0,005	0,084	-0,965	0,904
	BTDP	2.161	0,012	0,193	-6,889	1,742
	LT	2.348	0,070	0,125	-1,783	2,201
	LAIR	2.330	0,078	0,242	-6,889	3,281
	ROA	2.331	0,091	0,131	-1,478	1,177
	IMOB	2.315	0,447	0,560	0,000	16,159
	LNAT	2.408	13,452	1,839	2,397	19,684
	ΔBTM	2.137	-0,036	0,737	-4,895	4,601
	AL	2.363	0,034	0,466	-7,882	8,345
Chile	RET _{t+1}	830	0,130	0,952	-4,836	4,969
	EPS _{t+1}	854	0,307	1,178	-4,099	10,966
	EPS _t	857	0,227	1,049	-11,268	12,176
	BTD	918	0,013	0,074	-0,719	0,858
	BTDTE	464	-0,000	0,0001	-0,001	0,001
	BTDP	918	0,013	0,074	-0,719	0,858
	LT	918	0,047	0,619	-18,395	1,360
	LAIR	919	0,085	0,176	-0,719	3,859
	ROA	884	0,078	0,135	-0,462	2,128
	IMOB	920	0,534	0,558	0,000	15,060
	LNAT	928	12,826	1,874	6,347	17,141
	ΔBTM	833	0,035	0,520	-2,261	4,504
	AL	898	0,025	0,149	-0,761	0,889
Peru	RET _{t+1}	459	0,250	0,985	-4,512	3,851
	EPS _{t+1}	511	0,449	1,446	-4,873	18,202
	EPS _t	514	0,463	2,156	-4,896	28,596
	BTD	619	0,021	0,081	-0,357	0,843
	BTDTE	324	-0,001	0,008	-0,117	0,010
	BTDP	602	0,022	0,081	-0,357	0,843
	LT	625	0,142	0,205	-0,328	1,915
	LAIR	625	0,163	0,225	-0,347	2,054
	ROA	616	0,147	0,183	-0,250	1,258
	IMOB	619	0,525	0,317	0,000	2,188
	LNAT	631	12,143	1,658	6,470	17,532
	ΔBTM	420	-0,130	0,651	-2,865	2,286
	AL	620	0,010	0,161	-1,031	1,492
	RET _{t+1}	749	0,117	0,913	-4,161	4,939

México	EPS _{t+1}	757	0,069	0,546	-7,099	6,108
	EPS _t	774	0,017	0,729	-9,414	7,330
	BTD	850	0,0003	0,124	-3,062	0,364
	BTDE	850	0,001	0,056	-0,224	0,455
	BTDP	850	-0,0013	0,145	-3,062	0,536
	LT	848	0,068	0,085	-0,217	0,456
	LAIR	850	0,068	0,137	-2,739	0,433
	ROA	683	0,0816	0,0819	-0,363	0,453
	IMOB	850	0,500	0,276	0,000	3,009
	LNAT	857	13,797	1,694	9,346	18,145
	ΔBTM	739	-0,092	0,439	-2,353	1,740
	AL	783	0,026	0,159	-1,687	1,504

BTB = *book-tax differences* calculada como a diferença total entre o lucro contábil e o lucro tributável; LT = valor do lucro tributável; LAIR = valor do lucro contábil; EPS_{t+1} = logaritmo do lucro líquido por ação da empresa i no ano t+1, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1; EPS_t = logaritmo do valor do lucro líquido por ação da empresa i no ano t, escalado pelo preço das ações em 30 de abril após o final do ano fiscal t-1. ROA = relação entre o lucro operacional e o ativo total médio da empresa i no ano t; LNAT = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t; ΔBTM = variação no índice de BTM da empresa i do ano t-1 para o ano t; BTM = logaritmo natural da relação entre o valor contábil do PL e o valor de mercado as ações da empresa i no ano t; AL = variação na alavancagem da empresa calculada como a dívida de longo prazo deflacionada pelo ativo total da empresa i no ano t-1; BTDE = *book-tax differences* temporária; BTDP = *book-tax differences* permanente; RET_{t+1} = logaritmo do retorno de uma ação da empresa i no ano t em 30 de abril após o ano fiscal t.

Fonte: a pesquisadora

Apêndice B - Resultados dos testes VIF (América Latina)

Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTD Total

. vif //

variable	VIF	1/VIF
epst	1.09	0.914317
btd	1.08	0.922837
al	1.03	0.974299
imob	1.02	0.981937
lnat	1.01	0.987138
vbtm	1.00	0.995806
Mean VIF	1.04	

Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTD Temporárias e Permanentes

. vif //

variable	VIF	1/VIF
btdp	1.40	0.713313
btdte	1.37	0.729770
epst	1.09	0.918097
al	1.07	0.934690
imob	1.07	0.935843
lnat	1.03	0.968399
vbtm	1.01	0.988586
Mean VIF	1.15	

Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTD Positivas e Negativas

. vif //

variable	VIF	1/VIF
epst	1.04	0.958161
vnbttd	1.04	0.959503
al	1.03	0.972176
imob	1.02	0.981875
vpbtd	1.02	0.984610
lnat	1.01	0.987947
vbtm	1.00	0.995672
Mean VIF	1.02	

Modelo de Retorno dos Preços das Ações e BTD Total

. vif //

variable	VIF	1/VIF
epst	1.55	0.645726
veps	1.47	0.681492
btd	1.07	0.931563
al	1.03	0.973654
imob	1.02	0.981987
lnat	1.01	0.987285
vbtm	1.00	0.995253
Mean VIF	1.16	

Modelo de Retorno dos Preços das Ações e BTD Temporária e Permanente

. vif //

variable	VIF	1/VIF
btdp	1.39	0.719101
epst	1.38	0.722800
btdte	1.36	0.737993
veps	1.30	0.768454
al	1.07	0.933886
imob	1.07	0.937475
lnat	1.03	0.969350
vbtm	1.01	0.986525
Mean VIF	1.20	

Modelo de Retorno dos Preços das Ações e BTD Positiva e Negativa

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.51	0.662324
veps	1.47	0.681415
vnbtbd	1.05	0.955812
al	1.03	0.972327
imob	1.02	0.981904
vpbtd	1.02	0.984256
lnat	1.01	0.987501
vbtm	1.00	0.995231
Mean VIF	1.14	

Apêndice C – Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTB Total – Por País

País - Argentina

	eps1	epst	btd	imob	lnat	vbtm	al
eps1	1.0000						
epst	0.0585 1.0000	1.0000					
btd	0.1055 0.5412	0.1846 0.0020	1.0000				
imob	0.0025 1.0000	0.0032 1.0000	0.0906 1.0000	1.0000			
lnat	0.0246 1.0000	0.0797 1.0000	0.0731 1.0000	0.1241 0.1412	1.0000		
vbtm	0.1127 0.3698	-0.0009 1.0000	0.0033 1.0000	-0.0477 1.0000	0.0391 1.0000	1.0000	
al	-0.2261 0.0000	-0.0334 1.0000	-0.0470 1.0000	0.0744 1.0000	0.0009 1.0000	0.1160 0.2988	1.0000

País: Brasil

	eps1	epst	btd	imob	lnat	vbtm	al
eps1	1.0000						
epst	0.5218 0.0000	1.0000					
btd	0.1560 0.0000	0.3435 0.0000	1.0000				
imob	-0.0360 1.0000	-0.0218 1.0000	-0.0754 0.0098	1.0000			
lnat	0.1125 0.0000	0.1159 0.0000	0.0741 0.0119	0.1162 0.0000	1.0000		
vbtm	0.0088 1.0000	-0.0095 1.0000	0.0421 1.0000	-0.0004 1.0000	0.0176 1.0000	1.0000	
al	0.0025 1.0000	-0.1466 0.0000	0.0490 0.4858	0.4382 0.0000	-0.0420 0.9043	-0.0971 0.0002	1.0000

País: Chile

	eps1	epst	btd	imob	lnat	vbtm	al
eps1	1.0000						
epst	0.5848 0.0000	1.0000					
btd	0.1171 0.0128	0.2914 0.0000	1.0000				
imob	-0.0317 1.0000	-0.0354 1.0000	-0.1179 0.0073	1.0000			
lnat	0.0751 0.5920	0.0951 0.1124	-0.0328 1.0000	0.0347 1.0000	1.0000		
vbtm	0.0222 1.0000	0.0447 1.0000	0.0073 1.0000	0.0600 1.0000	-0.0732 0.7256	1.0000	
al	0.0058 1.0000	-0.0245 1.0000	0.0390 1.0000	0.1836 0.0000	-0.0121 1.0000	0.2074 0.0000	1.0000

País: México

	eps1	epst	btd	imob	lnat	vbtm	al
eps1	1.0000						
epst	0.6452 0.0000	1.0000					
btd	0.4158 0.0000	0.5049 0.0000	1.0000				
imob	0.0044 1.0000	-0.0033 1.0000	0.0339 1.0000	1.0000			
lnat	0.1637 0.0001	0.1637 0.0001	0.1089 0.0310	0.0671 1.0000	1.0000		
vbtm	-0.0031 1.0000	0.1456 0.0018	0.0369 1.0000	-0.0812 0.5738	0.0689 1.0000	1.0000	
al	0.0401 1.0000	0.0880 0.4026	0.0296 1.0000	0.1825 0.0000	0.0521 1.0000	-0.1336 0.0104	1.0000

País: Peru

	eps1	epst	btd	imob	lnat	vbtm	al
eps1	1.0000						
epst	0.6615 0.0000	1.0000					
btd	0.0828 1.0000	0.0910 0.8423	1.0000				
imob	-0.0289 1.0000	-0.0210 1.0000	-0.0048 1.0000	1.0000			
lnat	0.0368 1.0000	0.0203 1.0000	-0.0055 1.0000	0.1351 0.0159	1.0000		
vbtm	-0.0682 1.0000	0.0649 1.0000	-0.0688 1.0000	-0.0098 1.0000	0.1049 0.6679	1.0000	
al	-0.0577 1.0000	-0.0245 1.0000	-0.0239 1.0000	0.2158 0.0000	0.0133 1.0000	0.0018 1.0000	1.0000

Apêndice D: Modelo de Previsão de Resultados Futuros e BTD Temporária e Permanente

País – Argentina

	eps1	epst	btdte	btdp	imob	lnat	vbtm
eps1	1.0000						
epst	0.0585 1.0000	1.0000					
btdte	-0.0124 1.0000	0.0632 1.0000	1.0000				
btdp	0.1055 0.7211	0.1846 0.0026	0.0220 1.0000	1.0000			
imob	0.0025 1.0000	0.0032 1.0000	0.0360 1.0000	0.0906 1.0000	1.0000		
lnat	0.0246 1.0000	0.0797 1.0000	0.0923 1.0000	0.0731 1.0000	0.1241 0.1883	1.0000	
vbtm	0.1127 0.4931	-0.0009 1.0000	0.1879 0.6482	0.0032 1.0000	-0.0477 1.0000	0.0391 1.0000	1.0000
al	-0.2261 0.0000	-0.0334 1.0000	-0.0119 1.0000	-0.0470 1.0000	0.0744 1.0000	0.0009 1.0000	0.1160 0.3984
		al					
al	1.0000						

País – Brasil

	eps1	epst	btdte	btdp	imob	lnat	vbtm
eps1	1.0000						
epst	0.5218 0.0000	1.0000					
btdte	0.0307 1.0000	0.0391 1.0000	1.0000				
btdp	0.1322 0.0000	0.2986 0.0000	-0.4694 0.0000	1.0000			
imob	-0.0360 1.0000	-0.0218 1.0000	0.2497 0.0000	-0.1586 0.0000	1.0000		
lnat	0.1125 0.0000	0.1159 0.0000	0.0387 1.0000	0.0652 0.0683	0.1162 0.0000	1.0000	
vbtm	0.0088 1.0000	-0.0095 1.0000	0.0779 0.0943	0.0197 1.0000	-0.0004 1.0000	0.0176 1.0000	1.0000
al	0.0025 1.0000	-0.1466 0.0000	0.1945 0.0000	-0.0160 1.0000	0.4382 0.0000	-0.0420 1.0000	-0.0971 0.0002
	al						
al	1.0000						

País – Chile

	eps1	epst	btdte	btdp	imob	lnat	vbtm
eps1	1.0000						
epst	0.5848 0.0000	1.0000					
btdte	-0.0224 1.0000	0.1068 0.7074	1.0000				
btdp	0.1172 0.0170	0.2913 0.0000	-0.1030 0.7411	1.0000			
imob	-0.0317 1.0000	-0.0354 1.0000	0.1243 0.2054	-0.1180 0.0096	1.0000		
lnat	0.0751 0.7893	0.0951 0.1499	0.0613 1.0000	-0.0328 1.0000	0.0347 1.0000	1.0000	
vbtm	0.0222 1.0000	0.0447 1.0000	0.0572 1.0000	0.0072 1.0000	0.0600 1.0000	-0.0732 0.9675	1.0000
al	0.0058 1.0000	-0.0245 1.0000	0.1761 0.0041	0.0389 1.0000	0.1836 0.0000	-0.0121 1.0000	0.2074 0.0000
		al					
al	1.0000						

País – México

	eps1	epst	btdte	btdp	imob	lnat	vbtm
eps1	1.0000						
epst	0.6452 0.0000	1.0000					
btdte	0.0420 1.0000	0.0487 1.0000	1.0000				
btdp	0.3450 0.0000	0.4179 0.0000	-0.5454 0.0000	1.0000			
imob	0.0044 1.0000	-0.0033 1.0000	-0.1551 0.0002	0.0892 0.2585	1.0000		
lnat	0.1637 0.0002	0.1637 0.0001	-0.0186 1.0000	0.1001 0.0976	0.0671 1.0000	1.0000	
vbtm	-0.0031 1.0000	0.1456 0.0024	-0.0736 1.0000	0.0679 1.0000	-0.0812 0.7650	0.0689 1.0000	1.0000
al	0.0401 1.0000	0.0880 0.5368	0.0704 1.0000	-0.0009 1.0000	0.1825 0.0000	0.0521 1.0000	-0.1336 0.0139
		al					
al	1.0000						

País – Peru

	eps1	epst	btdte	btdp	imob	lnat	vbtm
eps1	1.0000						
epst	0.6615 0.0000	1.0000					
btdte	0.0028 1.0000	0.0077 1.0000	1.0000				
btdp	0.0828 1.0000	0.0909 1.0000	-0.1200 0.8633	1.0000			
imob	-0.0289 1.0000	-0.0210 1.0000	0.1500 0.1935	-0.0130 1.0000	1.0000		
lnat	0.0368 1.0000	0.0203 1.0000	0.3419 0.0000	-0.0220 1.0000	0.1351 0.0212	1.0000	
vbtm	-0.0682 1.0000	0.0649 1.0000	0.0427 1.0000	-0.0691 1.0000	-0.0098 1.0000	0.1049 0.8905	1.0000
al	-0.0577 1.0000	-0.0245 1.0000	0.0123 1.0000	-0.0243 1.0000	0.2158 0.0000	0.0133 1.0000	0.0018 1.0000
	al						
al	1.0000						

Apêndice E – Modelo de Retorno das Ações e BTB Total

País – Argentina

	retabr1	epst	veps	btd	imob	lnat	vbtm
retabr1	1.0000						
epst	0.0609 1.0000	1.0000					
veps	0.0135 1.0000	0.9202 0.0000	1.0000				
btd	0.0839 1.0000	0.1846 0.0026	0.1716 0.0075	1.0000			
imob	0.1609 0.0224	0.0032 1.0000	-0.0078 1.0000	0.0906 1.0000	1.0000		
lnat	-0.0273 1.0000	0.0797 1.0000	0.0106 1.0000	0.0731 1.0000	0.1241 0.1883	1.0000	
vbtm	-0.0126 1.0000	-0.0009 1.0000	-0.0266 1.0000	0.0033 1.0000	-0.0477 1.0000	0.0391 1.0000	1.0000
al	-0.0166 1.0000	-0.0334 1.0000	-0.0733 1.0000	-0.0470 1.0000	0.0744 1.0000	0.0009 1.0000	0.1160 0.3984
		al					
al	1.0000						

País – Brasil

	retabr1	epst	veps	btd	imob	lnat	vbtm
retabr1	1.0000						
epst	0.1845 0.0000	1.0000					
veps	0.0612 0.1735	0.4381 0.0000	1.0000				
btd	0.0340 1.0000	0.3435 0.0000	0.1710 0.0000	1.0000			
imob	0.0428 1.0000	-0.0218 1.0000	-0.0310 1.0000	-0.0754 0.0131	1.0000		
lnat	-0.0252 1.0000	0.1159 0.0000	0.0267 1.0000	0.0741 0.0159	0.1162 0.0000	1.0000	
vbtm	-0.1512 0.0000	-0.0095 1.0000	-0.0793 0.0124	0.0421 1.0000	-0.0004 1.0000	0.0176 1.0000	1.0000
al	0.0459 1.0000	-0.1466 0.0000	-0.1007 0.0001	0.0490 0.6477	0.4382 0.0000	-0.0420 1.0000	-0.0971 0.0002
		al					
al	1.0000						

País – Chile

	retabr1	epst	veps	btd	imob	lnat	vbtm
retabr1	1.0000						
epst	0.2947 0.0000	1.0000					
veps	0.0645 1.0000	0.4642 0.0000	1.0000				
btd	0.0862 0.3740	0.2914 0.0000	0.2168 0.0000	1.0000			
imob	-0.0339 1.0000	-0.0354 1.0000	0.0038 1.0000	-0.1179 0.0097	1.0000		
lnat	-0.0264 1.0000	0.0951 0.1499	-0.0098 1.0000	-0.0328 1.0000	0.0347 1.0000	1.0000	
vbtm	0.2144 0.0000	0.0447 1.0000	0.0919 0.2530	0.0073 1.0000	0.0600 1.0000	-0.0732 0.9675	1.0000
a1	0.0783 0.7275	-0.0245 1.0000	0.0321 1.0000	0.0390 1.0000	0.1836 0.0000	-0.0121 1.0000	0.2074 0.0000
	a1						
a1	1.0000						

País – México

	retabr1	epst	veps	btd	imob	lnat	vbtm
retabr1	1.0000						
epst	0.1249 0.0181	1.0000					
veps	0.0316 1.0000	0.6158 0.0000	1.0000				
btd	-0.0368 1.0000	0.5049 0.0000	0.4252 0.0000	1.0000			
imob	0.0939 0.2831	-0.0033 1.0000	-0.0017 1.0000	0.0339 1.0000	1.0000		
lnat	0.0036 1.0000	0.1637 0.0001	0.0209 1.0000	0.1089 0.0413	0.0671 1.0000	1.0000	
vbtm	-0.2869 0.0000	0.1456 0.0024	0.0509 1.0000	0.0369 1.0000	-0.0812 0.7650	0.0689 1.0000	1.0000
al	0.1790 0.0001	0.0880 0.5368	0.0438 1.0000	0.0296 1.0000	0.1825 0.0000	0.0521 1.0000	-0.1336 0.0139
		al					
al	1.0000						

País – Peru

	retabr1	epst	veps	btd	imob	lnat	vbtm
retabr1	1.0000						
epst	-0.3344 0.0000	1.0000					
veps	0.0793 1.0000	0.4268 0.0000	1.0000				
btd	0.0195 1.0000	0.0910 1.0000	0.0081 1.0000	1.0000			
imob	-0.0023 1.0000	-0.0210 1.0000	0.0508 1.0000	-0.0048 1.0000	1.0000		
lnat	-0.0732 1.0000	0.0203 1.0000	-0.0035 1.0000	-0.0055 1.0000	0.1351 0.0212	1.0000	
vbtm	-0.1629 0.0495	0.0649 1.0000	0.1679 0.0233	-0.0688 1.0000	-0.0098 1.0000	0.1049 0.8905	1.0000
al	-0.0119 1.0000	-0.0245 1.0000	-0.0105 1.0000	-0.0239 1.0000	0.2158 0.0000	0.0133 1.0000	0.0018 1.0000
		al					
al	1.0000						

Apêndice F – Modelo de Retorno das Ações e BTM Temporária e Permanente

País – Argentina

	retabr1	epst	veps	btdte	btdp	imob	lnat
retabr1	1.0000						
epst	0.0609 1.0000	1.0000					
veps	0.0135 1.0000	0.9202 0.0000	1.0000				
btdte	0.0609 1.0000	0.0632 1.0000	-0.0169 1.0000	1.0000			
btdp	0.0839 1.0000	0.1846 0.0034	0.1716 0.0096	0.0220 1.0000	1.0000		
imob	0.1609 0.0288	0.0032 1.0000	-0.0078 1.0000	0.0360 1.0000	0.0906 1.0000	1.0000	
lnat	-0.0273 1.0000	0.0797 1.0000	0.0106 1.0000	0.0923 1.0000	0.0731 1.0000	0.1241 0.2421	1.0000
vbtm	-0.0126 1.0000	-0.0009 1.0000	-0.0266 1.0000	0.1879 0.8334	0.0032 1.0000	-0.0477 1.0000	0.0391 1.0000
al	-0.0166 1.0000	-0.0334 1.0000	-0.0733 1.0000	-0.0119 1.0000	-0.0470 1.0000	0.0744 1.0000	0.0009 1.0000
		vbtm	al				
vbtm	1.0000						
al	0.1160	1.0000					

País – Brasil		retabr1	epst	veps	btdte	btdp	imob	lnat
retabr1		1.0000						
epst		0.1845 0.0000	1.0000					
veps		0.0612 0.2231	0.4381 0.0000	1.0000				
btdte		0.0091 1.0000	0.0391 1.0000	-0.0571 1.0000	1.0000			
btdp		0.0259 1.0000	0.2986 0.0000	0.1824 0.0000	-0.4694 0.0000	1.0000		
imob		0.0428 1.0000	-0.0218 1.0000	-0.0310 1.0000	0.2497 0.0000	-0.1586 0.0000	1.0000	
lnat		-0.0252 1.0000	0.1159 0.0000	0.0267 1.0000	0.0387 1.0000	0.0652 0.0878	0.1162 0.0000	1.0000
vbtm		-0.1512 0.0000	-0.0095 1.0000	-0.0793 0.0159	0.0779 0.1212	0.0197 1.0000	-0.0004 1.0000	0.0176 1.0000
al		0.0459 1.0000	-0.1466 0.0000	-0.1007 0.0002	0.1945 0.0000	-0.0160 1.0000	0.4382 0.0000	-0.0420 1.0000
		vbtm	al					
vbtm		1.0000						
al		-0.0971	1.0000					

País – Chile

	retabr1	epst	veps	btdte	btdp	imob	lnat
retabr1	1.0000						
epst	0.2947 0.0000	1.0000					
veps	0.0645 1.0000	0.4642 0.0000	1.0000				
btdte	0.0780 1.0000	0.1068 0.9095	0.0899 1.0000	1.0000			
btdp	0.0861 0.4843	0.2913 0.0000	0.2167 0.0000	-0.1030 0.9528	1.0000		
imob	-0.0339 1.0000	-0.0354 1.0000	0.0038 1.0000	0.1243 0.2640	-0.1180 0.0124	1.0000	
lnat	-0.0264 1.0000	0.0951 0.1927	-0.0098 1.0000	0.0613 1.0000	-0.0328 1.0000	0.0347 1.0000	1.0000
vbtm	0.2144 0.0000	0.0447 1.0000	0.0919 0.3252	0.0572 1.0000	0.0072 1.0000	0.0600 1.0000	-0.0732 1.0000
al	0.0783 0.9354	-0.0245 1.0000	0.0321 1.0000	0.1761 0.0052	0.0389 1.0000	0.1836 0.0000	-0.0121 1.0000
	vbtm	al					
vbtm	1.0000						

País – México

	retabr1	epst	veps	btdte	btdp	imob	lnat
retabr1	1.0000						
epst	0.1249 0.0232	1.0000					
veps	0.0316 1.0000	0.6158 0.0000	1.0000				
btdte	0.0609 1.0000	0.0487 1.0000	0.0482 1.0000	1.0000			
btdp	-0.0540 1.0000	0.4179 0.0000	0.3494 0.0000	-0.5454 0.0000	1.0000		
imob	0.0939 0.3640	-0.0033 1.0000	-0.0017 1.0000	-0.1551 0.0002	0.0892 0.3323	1.0000	
lnat	0.0036 1.0000	0.1637 0.0002	0.0209 1.0000	-0.0186 1.0000	0.1001 0.1255	0.0671 1.0000	1.0000
vbtm	-0.2869 0.0000	0.1456 0.0031	0.0509 1.0000	-0.0736 1.0000	0.0679 1.0000	-0.0812 0.9836	0.0689 1.0000
al	0.1790 0.0001	0.0880 0.6901	0.0438 1.0000	0.0704 1.0000	-0.0009 1.0000	0.1825 0.0000	0.0521 1.0000
	vbtm	al					
vbtm	1.0000						

País – Peru

	retabr1	epst	veps	btdte	btdp	imob	lnat
retabr1	1.0000						
epst	-0.3344 0.0000	1.0000					
veps	0.0793 1.0000	0.4268 0.0000	1.0000				
btdte	-0.0341 1.0000	0.0077 1.0000	0.0036 1.0000	1.0000			
btdp	0.0202 1.0000	0.0909 1.0000	0.0078 1.0000	-0.1200 1.0000	1.0000		
imob	-0.0023 1.0000	-0.0210 1.0000	0.0508 1.0000	0.1500 0.2488	-0.0130 1.0000	1.0000	
lnat	-0.0732 1.0000	0.0203 1.0000	-0.0035 1.0000	0.3419 0.0000	-0.0220 1.0000	0.1351 0.0273	1.0000
vbtm	-0.1629 0.0637	0.0649 1.0000	0.1679 0.0299	0.0427 1.0000	-0.0691 1.0000	-0.0098 1.0000	0.1049 1.0000
al	-0.0119 1.0000	-0.0245 1.0000	-0.0105 1.0000	0.0123 1.0000	-0.0243 1.0000	0.2158 0.0000	0.0133 1.0000
		vbtm	al				
vbtm	1.0000						

Apêndice G – Resultados do Teste VIF para os Modelos de Previsão de Resultados Futuros e as BTD

Previsão de Resultados Futuros e BTD totais

Argentina

vif

Variable	VIF	1/VIF
btd	1.08	0.926541
epst	1.05	0.954780
lnat	1.04	0.961215
imob	1.04	0.961363
al	1.03	0.968314
vbtm	1.03	0.973404
Mean VIF	1.04	

Brasil:

. vif

Variable	VIF	1/VIF
epst	1.12	0.890599
btd	1.10	0.905924
imob	1.09	0.913680
al	1.09	0.918964
lnat	1.06	0.941008
vbtm	1.02	0.978318
Mean VIF	1.08	

Chile:

vif

variable	VIF	1/VIF
btd	1.12	0.894904
epst	1.12	0.894989
al	1.09	0.913824
vbtm	1.07	0.935247
imob	1.05	0.952151
lnat	1.03	0.975144
Mean VIF	1.08	

México:

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.25	0.801953
btd	1.22	0.816897
al	1.08	0.922411
imob	1.07	0.934786
lnat	1.06	0.947644
vbtm	1.05	0.953390
Mean VIF	1.12	

Peru**vif**

variable	VIF	1/VIF
epst	1.06	0.946244
btd	1.05	0.952476
al	1.05	0.954431
imob	1.04	0.960413
vbtm	1.04	0.962756
lnat	1.02	0.984217
Mean VIF	1.04	

Previsão de Resultados Futuros e BTD Temporárias e Permanentes

Argentina:

. vif

Variable	VIF	1/VIF
btdp	1.62	0.618227
epst	1.57	0.638720
lnat	1.24	0.807299
imob	1.21	0.829178
vbtm	1.09	0.919456
btdte	1.06	0.940168
al	1.04	0.965237
Mean VIF	1.26	

Brasil

. vif

variable	VIF	1/VIF
btdp	1.34	0.747465
btdte	1.32	0.756198
imob	1.11	0.900382
al	1.09	0.913916
epst	1.09	0.914311
lnat	1.07	0.930851
vbtm	1.02	0.977636
Mean VIF	1.15	

•

Chile:

. vif

variable	VIF	1/VIF
btdp	1.51	0.662127
epst	1.45	0.691677
imob	1.13	0.881551
al	1.12	0.890485
btdte	1.11	0.903555
lnat	1.07	0.936082
vbtm	1.06	0.947831
Mean VIF	1.21	

México:**vif**

variable	VIF	1/VIF
btdp	3.31	0.302127
btdte	3.25	0.307596
epst	1.33	0.749186
al	1.10	0.905214
imob	1.08	0.925275
vbtm	1.06	0.946904
lnat	1.06	0.947619
Mean VIF	1.74	

Peru**. vif**

variable	VIF	1/VIF
btdp	1.07	0.933086
vbtm	1.05	0.956046
al	1.04	0.961399
epst	1.03	0.966646
lnat	1.02	0.981173
imob	1.02	0.981334
btdte	1.02	0.981901
Mean VIF	1.04	

Apêndice H – Resultados do Teste VIF para os Modelos de Retornos das Ações e as BTd

Retornos das Ações e BTd totais

Argentina

vif

variable	VIF	1/VIF
epst	2.89	0.346170
btd	2.57	0.388875
veps	1.58	0.632212
vbtm	1.06	0.939355
al	1.06	0.940950
imob	1.06	0.944684
lnat	1.05	0.954186
Mean VIF	1.61	

Brasil

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.69	0.591522
veps	1.62	0.616193
imob	1.10	0.911032
al	1.09	0.917436
btd	1.07	0.934538
lnat	1.06	0.942686
vbtm	1.03	0.974092
Mean VIF	1.24	

.

Chile

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.40	0.715281
veps	1.35	0.741072
btd	1.13	0.884452
al	1.09	0.916992
vbtm	1.08	0.930156
imob	1.05	0.952360
lnat	1.03	0.968558
Mean VIF	1.16	

México

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.55	0.644927
veps	1.34	0.744598
btd	1.24	0.805116
al	1.08	0.929521
lnat	1.07	0.937405
imob	1.07	0.937779
vbtm	1.05	0.953020
Mean VIF	1.20	

Peru

vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.25	0.802080
veps	1.22	0.818393
vbtm	1.06	0.947444
btd	1.05	0.949950
imob	1.05	0.951490
al	1.05	0.953032
lnat	1.02	0.982764
Mean VIF	1.10	

Retornos das Ações e BTD Temporárias e Permanentes

Argentina

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.99	0.502485
btdp	1.73	0.576918
veps	1.36	0.737250
lnat	1.28	0.783780
imob	1.21	0.827993
al	1.06	0.946063
vbtm	1.05	0.948594
bdtde	1.03	0.971007
Mean VIF	1.34	

Brasil

. vif

variable	VIF	1/VIF
epst	1.55	0.644693
veps	1.49	0.671556
btdp	1.33	0.750771
bdtde	1.31	0.764888
imob	1.11	0.901686
al	1.10	0.911843
lnat	1.07	0.931829
vbtm	1.03	0.971476
Mean VIF	1.25	

Chile**. vif**

Variable	VIF	1/VIF
epst	1.77	0.565192
btdp	1.52	0.656657
veps	1.48	0.673896
imob	1.14	0.880932
al	1.11	0.900375
btdte	1.10	0.913014
lnat	1.07	0.935977
vbtm	1.06	0.945864
Mean VIF	1.28	

México:**. vif**

Variable	VIF	1/VIF
btdp	3.24	0.309116
btdte	3.16	0.316482
epst	1.61	0.621542
veps	1.35	0.740241
al	1.10	0.912561
imob	1.08	0.927177
lnat	1.07	0.937383
vbtm	1.05	0.948078
Mean VIF	1.71	

Peru**vif**

Variable	VIF	1/VIF
btdp	1.15	0.866534
veps	1.09	0.915604
vbtm	1.05	0.953173
epst	1.04	0.957321
al	1.04	0.958711
lnat	1.02	0.975880
imob	1.02	0.976300
btdte	1.02	0.980034
Mean VIF	1.06	