
Fatores determinantes do *disclosure de guidance* das companhias listadas na BM&FBOVESPA

Disclosure and guidance determining factors of the companies listed in BM&FBOVESPA

Determinantes de disclosure de guidance de las empresas que cotizan en BM&FBOVESPA

Isac de Freitas Brandão

Mestrando em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

Endereço: Rua do Labirinto, nº 75, Vicente Pinzon

CEP: 60181-100 – Fortaleza/CE – Brasil

E-mail: isacdefreitas@hotmail.com

Telefone: (88) 9901-6178

Renata Rouquayrol Assunção

Mestranda em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

Endereço: Rua Senador Machado, nº 260/1000, Mucuripe

CEP: 60165-170 – Fortaleza/CE – Brasil

E-mail: renatafeaac@gmail.com

Telefone: (85) 3263-4514

Vera Maria Rodrigues Ponte

Doutora em Controladoria e Contabilidade na Universidade de São Paulo

Professora do Mestrado em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará

Endereço: Rua Dr. Tomas Pompeu, nº 111/1200, Meireles

CEP: 60160-080 – Fortaleza/CE – Brasil

E-mail: vponte@fortalnet.com.br

Telefone: (85) 3248- 6669

Sílvia Maria Dias Pedro Rebouças

Doutora em Estatística e Investigação Operacional na Universidade de Lisboa

Professora do Mestrado em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará

Endereço: Rua Marechal Deodoro, nº 197, Benfica

CEP: 60020-060 – Fortaleza/CE – Brasil

E-mail: smdpdro@gmail.com

Telefone: (85) 9959-1290

Artigo recebido em 19/04/2013. Revisado por pares em 28/10/2013. Reformulado em 17/11/2013. Recomendado para publicação em 20/11/2013 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 15/12/2013.

Resumo

Esta pesquisa teve por objetivo analisar os fatores determinantes do *disclosure* de *guidance* das companhias listadas na BM&FBovespa. A amostra reuniu 296 empresas, cujos níveis de *disclosure* de *guidance* foram identificados por meio de análise de conteúdo realizada no item 11 dos Formulários de Referência de 2012. Para a identificação dos fatores explicativos, procedeu-se a análise de regressão linear múltipla. Os achados indicaram que 81 empresas apresentaram alguma informação sobre *guidance* e que as empresas de maior porte, listadas em segmentos diferenciados de governança e que remuneraram seus gestores por meio de *stock options*, são mais propensas a divulgar informações prospectivas.

Palavras-chave: *Disclosure* voluntário. *Guidance*. Fatores determinantes.

Abstract

The present study aimed towards analyzing the factors that determine disclosure of guidance of the companies listed in the BM&FBovespa. The sample gathered 296 companies whose levels of disclosure of guidance were identified through content analysis carried out on the item 11 of the *Formulários de Referência* from 2012. To identify the explanatory factors, a multiple linear regression analysis was conducted. Findings indicate that 81 companies presented information on guidance, and bigger companies, listed according to different factors of governance, that pay their consultants through stock options are more prone to publish prospective information

Keywords: Voluntary *disclosure*. *Guidance*. Determining factors.

Resumen

Esta investigación tuvo por objetivo analizar los factores determinantes de *disclosure* de *guidance* de las empresas que cotizan en el mercado BM&FBovespa. La muestra reunió a 296 empresas, cuyos niveles de *disclosure* de *guidance* fueron identificados a través de análisis de contenido realizado en el ítem 11 de los Formularios de Referencia de 2012. Para la identificación de los factores explicativos se procedió a un análisis de regresión lineal múltiple. Los resultados indicaron que 81 empresas presentaron alguna información sobre *guidance* y que las empresas más grandes, que se enumeran en los diferentes segmentos de gobernanza y que remuneran a sus gestores a través de *stock options* son más propensas a revelar informaciones prospectivas.

Palabras clave: *Disclosure* voluntario. *Guidance*. Factores determinantes.

1 Introdução

O crescimento do mercado de capitais e o aumento de sua sofisticação vêm exigindo mais transparência das companhias, a qual pode ser alcançada por meio da divulgação de maior número de informações relevantes sobre sua situação atual e perspectivas, o que, por sua vez, contribui para aumentar a confiança de seus *stakeholders*, especialmente acionistas e investidores. Nesse sentido, a divulgação sistemática de projeções de resultados da companhia, conhecida no mercado de capitais como *guidance*, é vista como uma boa prática de governança corporativa (ANHALT, 2007; MACEDO NETO et al., 2012), já que pode reduzir a assimetria informacional entre gestores e mercado (LENNOX; PARK, 2006).

Surgido nos Estados Unidos no início do século passado (MAHONEY, 2008), o *guidance* é praticado por 88% das empresas norte-americanas, segundo pesquisa realizada pelo *National Investor Relations Institute* (NIRI, 2012). Embora haja uma preocupação quanto ao efeito negativo das projeções trimestrais sobre a perspectiva em longo prazo de gestores e investidores (CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2005; FIRB, 2007; MAHONEY, 2008) e quanto à responsabilização dos gestores sobre o não cumprimento das projeções divulgadas (ANHALT, 2007; KARAMANOU; VAFEAS, 2005; SKINNER, 1995), algumas pesquisas apontam que a prática do *guidance* pode ajudar a melhorar os resultados econômicos (CAIN; FENG; SKINNER, 2007; CHOI et al., 2011) e a reduzir o custo de capital próprio (BAGINSKI; RAKOW JR., 2012).

Diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, ainda há poucos estudos sobre a prática do *guidance* no Brasil. Nesse sentido, Jones (2007) vê vantagens para a sua evidenciação no mercado brasileiro, em comparação com o mercado dos EUA, embora tenha se verificado um número menor de empresas que divulgam informações prospectivas (FIRB, 2007; IBRI, 2007; MURCIA, 2009).

A propósito, Salotti (2005) menciona a teoria da divulgação, que teria por objetivo explicar o fenômeno da divulgação, bem como identificar as razões econômicas para a divulgação voluntária. Nessa perspectiva, a divulgação de projeções no Brasil, sendo de natureza voluntária, está relacionada ao *disclosure* voluntário, que objetiva maior transparência da companhia perante os usuários da informação contábil (LIMA, 2007).

Entende-se, nesse cenário, que ao divulgar informações sobre *guidance*, as circunstâncias nas quais as operações do negócio se encontram também sejam reveladas. Logo, o *disclosure* voluntário de projeções de resultados futuros, desde que feito com responsabilidade, pode ser compreendido como uma forma de conquistar investidores e, consequentemente, asseverar incremento na rentabilidade e na liquidez de títulos e valores mobiliários (MACEDO NETO et al., 2012).

Assim, devido à relevância da divulgação de projeções para a transparência no mercado de capitais, da sua natureza voluntária, por se tratar de tema pouco explorado no contexto acadêmico brasileiro e ser considerado uma boa prática de governança corporativa, este estudo pretende responder à seguinte questão de pesquisa: Quais fatores são determinantes para o *disclosure* de *guidance* das companhias abertas listadas na BM&FBovespa?

Pela ótica da teoria do *disclosure* voluntário, esta pesquisa teve como objetivo geral identificar os fatores determinantes do *disclosure* de *guidance* das companhias abertas listadas na BM&FBovespa. Os objetivos específicos compreendem: (i) levantar os graus de aderência das companhias listadas na BM&FBovespa às recomendações de *disclosure* sobre projeções

futuras; e (ii) analisar os fatores que influenciam o nível de *disclosure* das companhias que divulgam *guidance* listadas na BM&FBovespa.

Partindo-se dos achados de estudos nacionais e internacionais, adota-se como hipótese que as características das firmas explicam o *disclosure* voluntário de *guidance* das companhias listadas na BM&FBovespa (TRUEMAN, 1986; MILLER; PIOTROSKI, 2000; ALJIFRI; HUSSAINEY, 2007; OSMAN; SAORIN, 2011; MATHUVA, 2012; MACEDO NETO et al., 2012).

Os resultados dessa investigação podem revelar a necessidade de ampliar o debate sobre as temáticas centrais (*guidance* e *disclosure*) em diferentes meios. Assim, entre representantes da academia e do empresariado, podem ocorrer discussões sobre a necessidade de divulgar o *guidance* bem como quais os seus benefícios e riscos, independentemente das características organizacionais, com o objetivo de sugerir implementação e/ou alteração acerca do conteúdo divulgado. A partir dos resultados, também é possível que os órgãos reguladores vislumbrem a necessidade de impor às empresas a obrigatoriedade da prática de *guidance* tendo em vista que essa evidenciação é relevante para tomada de decisão dos *stakeholders*. Enquanto que, no ambiente interno da empresa, os gestores podem deliberar sobre o assunto na tentativa de estabelecer melhorias para a apresentação dessas projeções. Por fim, considerando que cada vez mais os investidores estão exigentes, os resultados encontrados neste estudo poderão dar mais força às cobranças relacionadas à transparência e equidade.

Para atingir os objetivos propostos, foram analisadas 296 empresas listadas na BM&FBovespa, tendo a pesquisa as seguintes delimitações: a análise dos fatores determinantes (variáveis independentes) foi restrita às informações do exercício social encerrado em 31/12/2011; a verificação do *disclosure* de *guidance* apreciou exclusivamente o item do Formulário de Referência em que são divulgadas as informações sobre projeções; e as companhias abertas financeiras listadas na BM&FBovespa não fizeram parte da investigação, visto que há especificidades em suas atividades que muito se diferenciam das demais.

Os níveis de *disclosure* de *guidance* das companhias foram mensurados a partir de análise de conteúdo procedida no item 11 dos respectivos Formulários de Referência de 2012. A identificação dos fatores que influenciam a evidenciação do *guidance* foi feita por meio de análise de regressão linear múltipla, com informações extraídas dos Formulários de Referência, do Boletim Diário de Informações (BDI) da BM&FBovespa e do portal eletrônico da BM&FBovespa.

Este trabalho está dividido em cinco seções. Além desta introdução, o referencial teórico está exposto na segunda seção. Na terceira, será apresentada a metodologia da pesquisa. Na seção Análise dos Resultados, quarta seção, são apresentados e discutidos os resultados. Na última seção, são feitas as considerações finais com sugestões para futuras pesquisas.

2 Referencial Teórico

Esta seção está dividida em duas subseções. A primeira aborda os principais aspectos teóricos sobre o *disclosure* voluntário e a prática do *guidance*. Em seguida, na segunda seção, discorre-se sobre os estudos anteriores que trataram de fatores determinantes para a divulgação voluntária de *guidance*.

2.1 Disclosure de Guidance

A contabilidade tem por objetivo fornecer informações úteis para os seus diversos usuários, e, a partir da análise dessas informações, propiciar aos *stakeholders* subsídios para decisões mais seguras. De acordo com o Pronunciamento Técnico n. 00, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2011), os usuários da contabilidade precisam de informações para auxiliá-los na avaliação das atividades da entidade. Diante desse objetivo, compreende-se que o processo contábil se desenvolve a partir de três etapas: reconhecimento, mensuração e evidenciação do ato econômico a ser reportado. (CPC, 2011). A evidenciação pode ser compreendida como o ato de “demonstrar para os usuários externos à organização o processo de reconhecimento e mensuração realizado” (LOPES; MARTINS, 2012, p. 51).

A divulgação das informações contábil-financeiras é feita por meio das demonstrações contábeis, cuja relevância depende essencialmente da utilidade das informações produzidas e divulgadas. (MURCIA, 2009). Levando-se em conta que os usuários têm objetivos distintos e diferentes necessidades, uma determinada informação pode não ser útil para todos eles. Murcia (2009, p. 23) pondera ainda que “o valor da informação para o usuário é justamente a diferença entre o nível de utilidade esperada anterior e posterior ao disclosure contábil”;

Na literatura contábil, a palavra *disclosure* é sinônimo de evidenciação e está sempre associada à disponibilização de informações para os *stakeholders*. Trata-se, portanto, de “elementos-chave para qualquer processo decisório, os mecanismos a serem utilizados, prazos e características da divulgação (...)” (MILANI FILHO, 2010, p. 3). Segundo Lima (2007), o *disclosure* pode ser compulsório, quando está relacionado ao cumprimento de exigências para o registro de companhias abertas, ou voluntário, quando abrange informações de divulgação não obrigatória, mas que oferecem mais transparência.

De acordo com Yamamoto e Salotti (2006), o *disclosure* voluntário parte da lógica de que os benefícios da divulgação devem superar os custos respectivos. Assim, há diferentes expectativas quanto aos custos associados à divulgação da informação. Nesse contexto, os autores reforçam ainda que o *disclosure* tende a não compensar à medida que os custos aumentam.

Segundo Oliveira, Benetti e Varela (2011), ao reduzir o grau de incerteza e a assimetria de informações, a evidenciação contribui para a melhor compreensão da informação contábil pelos seus diferentes grupos de usuários. Cruz e Lima (2010) afirmam que o *disclosure* tem grande relevância para o mercado de capitais, já que pode influenciar o comportamento tanto dos usuários quanto dos fornecedores dessas informações.

Nessa perspectiva, a teoria da divulgação tem por objetivo estudar os benefícios econômicos provenientes da divulgação voluntária das informações (MAPURUNGA, 2012), possibilitando, então, verificar em que circunstâncias os gestores estariam dispostos a divulgar voluntariamente determinadas informações (DYE, 2001; SALOTTI, 2005).

Verrecchia (2001) classifica os estudos sobre o *disclosure* em três vertentes, segundo os objetivos: *association-based disclosure*, *discretionary-based disclosure* e *efficiency-based disclosure*. De acordo com o autor, o *discretionary-based disclosure* tem por objetivo examinar os motivos pelos quais gestores e/ou empresas divulgam ou deixam de divulgar informações de seu conhecimento, constituindo a base da teoria do *disclosure* voluntário.

Salotti (2005) e Murcia e Santos (2010) afirmam que essa teoria contribui para explicar a divulgação voluntária de informações, podendo os pesquisadores utilizarem índice

que avalie os níveis de *disclosure* voluntário das empresas, na busca de explicações para o fenômeno de forma mais ampla. Nesse sentido, algumas pesquisas desenvolvidas no Brasil analisam o nível de *disclosure* de informações voluntárias e quais os aspectos que levam as empresas a evidenciá-las, como os estudos de Lanzana (2004), Salotti (2005) e Murcia (2009).

Entre as diversas modalidades de divulgação voluntária, destaca-se o *guidance*, que, em sentido estrito, consiste na divulgação de projeções dos resultados econômico e financeiro das empresas. Já um conceito mais amplo e utilizado no Brasil considera *guidance* toda informação prospectiva fornecida pelas companhias acerca de seu desempenho futuro, seja ela qualitativa ou quantitativa. (CODIM, 2008).

Ainda são recentes as discussões sobre o *guidance* no mercado brasileiro. Segundo Cabral (2007), o *guidance* surgiu no Brasil somente no ano 2000, quando se tornou obrigatória a divulgação de informações iguais para todos os investidores. De acordo com Almeida e Figueiredo Júnior (2011), o *guidance* encontra-se em processo de amadurecimento.

Os primeiros estudos acerca do perfil do *guidance* praticado pelas empresas brasileiras foram realizados em 2007, pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (Ibri) e pelo Financial Investor Relations do Brasil (Firb). Os resultados apontaram, respectivamente, que aproximadamente 76% e 57% das empresas brasileiras evidenciam algum tipo de projeção, com destaque para volume de vendas, investimentos e visão qualitativa. (FIRB, 2007; IBRI, 2007). No meio acadêmico, o estudo desenvolvido por Murcia (2009) sobre o *disclosure* voluntário das 100 maiores companhias não financeiras do Brasil revelou que no ano de 2008 apenas 11% projetavam resultados financeiros, 10% projetavam novos investimentos e 66% evidenciavam objetivos, planos e metas. Já Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) verificaram que apenas 44 das 100 maiores empresas, segundo o *ranking* da revista Exame Melhores e Maiores, edição 2011, divulgam informações perspectivas em seus Formulários de Referência, com predominância de projeções de natureza quantitativa, representadas por indicadores operacionais, dispostas em valores exatos, em unidade de tempo anual e com perspectiva de curto prazo.

Quanto à regulação, em 2008 o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) emitiu o Pronunciamento de Orientação n. 4, que versa sobre as melhores práticas de *guidance* e a necessidade de sua padronização. Em 2009, a CVM, por meio da Instrução n. 480/2009, instituiu normas de evidenciação a serem seguidas pelas companhias abertas que publicam projeções e estimativas. Ainda de acordo com a CVM, as referidas informações devem ser incluídas no item 11 do Formulário de Referência.

No que tange à forma de evidenciação, a CVM (2009) estabelece que as projeções devem ser identificadas como dados hipotéticos, estipuladas com razoabilidade e acompanhadas de esclarecimentos sobre as premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados, com o intuito de isentar os executivos da responsabilidade no caso de não virem a ser alcançadas. Além disso, o período de revisão das projeções não pode ser superior a um ano, e qualquer mudança nas premissas, parâmetros ou metodologia deve ser identificada. No caso de a empresa ter divulgado projeções nos últimos três exercícios sociais, devem constar no Formulário de Referência (item 11.2) as alterações de indicadores, a comparação entre projetado e realizado, as causas de eventuais desvios e as alterações nas projeções do período em curso. Adicionalmente, as projeções devem ser evidenciadas e confrontadas com o realizado no formulário Informações Trimestrais (ITR) e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) (CVM, 2009).

2.2 Determinantes do Disclosure de Guidance

Os aspectos do ambiente interno e externo à empresa podem influenciar os gestores na decisão de fornecer ou não fornecer informações voluntárias sobre o desempenho futuro da empresa. Entre os aspectos externos, está o ambiente legal e regulatório, além das características dos analistas e investidores. Internamente, destaca-se a assimetria de informação, o risco de litígios, incentivos gerenciais, o comportamento das previsões passadas e os custos de propriedade (HIRST; KOONCE; VENKATARAMAN, 2008).

Os gestores tendem a fornecer informações prospectivas quando não há custos associados, porquanto essa conduta favorece uma melhor avaliação por parte do mercado acerca de sua capacidade de antecipar mudanças, contribuindo para aumentar o valor de mercado da empresa e o nível de remuneração do gestor (TRUEMAN, 1986). Contudo, quando a divulgação incorre em custos, o gestor deve comparar esses custos de *disclosure* com os benefícios decorrentes (TRUEMAN, 1986; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008).

Empiricamente, as primeiras pesquisas que procuraram identificar os fatores determinantes para o *disclosure* de *guidance* ocorreram nos Estados Unidos. Por exemplo, Penman (1980) identificou uma maior propensão de divulgação de *guidance* por empresas que possuíam maior rentabilidade na década de 1970, enquanto que Ruland, Tung e George (1990) verificaram uma relação entre o *disclosure* de *guidance* e a estrutura de propriedade, erros nas previsões de analistas e incidência de oferta inicial de ações na bolsa (IPO).

Em uma amostra de 200 empresas listadas na NYSE, Miller e Piotroski (2000) encontraram evidências de que aquelas mais propensas a praticar o *guidance* possuem maiores e mais persistentes notícias de rentabilidade, atuam em setores com elevado número de litígios, tem maior número de investidores institucionais e *stakeholders* não acionistas e adotam política de remuneração baseada em ações. Contudo, os autores identificaram uma correlação negativa entre a divulgação de projeções e a utilização de mecanismos de sinalização (recompra de ações e aumento de dividendos).

Nos últimos dez anos, pesquisadores têm realizado estudos semelhantes em outros mercados. Kent e Ung (2003) verificaram que a menor volatilidade no preço das ações e o maior tamanho da empresa estão relacionados à divulgação de projeções na Austrália. Celik, Ecer e Karabacak (2006), ao analisarem empresas listadas na bolsa de Istambul, na Turquia, relacionaram positivamente a prática do *guidance* ao tamanho da empresa e à oferta em bolsas estrangeiras, enquanto a estrutura de propriedade, a rentabilidade, os investimentos estrangeiros e a proporção de investidores institucionais apresentam relação negativa. Em empresas dos Emirados Árabes Unidos, Aljifri e Hussainey (2007) observaram que o endividamento e a rentabilidade estão relacionados com o nível de informações prospectivas divulgadas em relatórios anuais.

Pesquisando empresas espanholas listadas na bolsa de Madrid, Osman e Saorin (2011) constataram uma correlação positiva entre a inclusão de projeções em relatórios anuais e a qualidade da governança corporativa, ao passo que o bom desempenho associou-se à não evidenciação de *guidance*. Com relação às empresas listadas na bolsa de valores de Nairóbi, no Quênia, Mathuva (2012) identificou que aquelas com maior endividamento, melhor desempenho econômico (rentabilidade), maior investimento de capital e maior concentração de investimentos estrangeiros tendem a incluir mais projeções em seus relatórios anuais, enquanto que a listagem em bolsas estrangeiras se relaciona ao menor nível de evidenciação.

No contexto brasileiro, as pesquisas sobre o tema são recentes e não tratam especificamente da relação causa e efeito, limitando-se a fazer associações entre o *disclosure* de *guidance* e características das empresas e de seu ambiente externo. O estudo realizado por Macedo Neto et al. (2012) investigou as prováveis razões que induzem as empresas componentes da carteira Índice Bovespa (Ibovespa) a praticar o *guidance*. Por meio de análise qualitativa, os autores identificaram que 26 das 62 empresas analisadas publicaram *guidance* e que a maior parte delas participa do Novo Mercado (segmento diferenciado de listagem da BM&FBovespa), é listada em bolsas estrangeiras, possui endividamento elevado, adota remuneração baseada em ações e no lucro e tem o capital mais pulverizado. Os autores constataram também que 65,4% dessas empresas divulgam projeções financeiras, 57,7% praticam *guidance* relativo a investimentos e 34,6% divulgam informações referentes a aspectos operacionais.

Em outra pesquisa realizada no Brasil, com base nas respostas a um questionário submetido a 12 distribuidoras de gás, Almeida e Figueiredo Júnior (2011) identificaram que as empresas da amostra não praticam o *guidance*, embora quatro delas tenham afirmado que fornecem relatórios qualitativos contendo prognósticos sobre condições do mercado que podem subsidiar as análises de investidores e clientes. Como principal justificativa para praticar o *guidance*, os respondentes alegaram que a divulgação de projeções não faz parte da política da empresa. Outros motivos alegados pelos respondentes são o “desejo de evitar comprometimento com projeções, o fato de a empresa se encontrar em estágio pré-operacional e o pensamento de que esse tipo de informação deve ficar limitado aos acionistas, já que se refere a empresas de capital fechado” (ALMEIDA; FIGUEIREDO JÚNIOR, 2011, p. 9).

Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), analisando o item 11 dos Formulários de Referência das 100 maiores empresas abertas em valor de mercado segundo o ranking da revista Exame Melhores e Maiores, edição 2011, identificaram, por meio de testes de correlação, uma associação positiva entre a prática do *guidance* e a listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, bem como com os setores de Construção e transporte e Consumo não cíclico (segundo a classificação setorial da própria bolsa). Por outro lado, as empresas que não evidenciaram *guidance* se concentram nos setores Consumo cíclico (onde nenhuma empresa apresentou informações perspectivas), Materiais básicos, Bens industriais e Combustíveis e Telecomunicações e TI.

O Quadro 1 traz um resumo dos principais achados relacionados aos fatores determinantes de *guidance*. Embora tenham sido realizados em períodos e mercados diferentes, onde foram analisadas diferentes características dos ambientes interno e externo da empresa, verifica-se que alguns fatores são comuns à prática do *guidance* em diversos estudos, como rentabilidade, práticas de governança corporativa, estrutura de propriedade, listagem em bolsas estrangeiras, comportamento do preço das ações, setor de atuação e estrutura de capital. Entretanto, alguns desses aspectos, como a rentabilidade e a estrutura de propriedade, podem afetar de forma distinta o *disclosure* de *guidance* dependendo do mercado e da variável analisados.

Quadro 1 - Pesquisas empíricas sobre aspectos motivadores do *disclosure* de *guidance*

Autores (Ano)	Mercado pesquisado	Fatores determinantes do <i>disclosure</i> de <i>guidance</i>
Penman (1980)	Estados Unidos	Rentabilidade
George, Ruland e Tung (1990)	Estados Unidos	Estrutura de propriedade Erros na previsão de analistas Primeira oferta pública de ações
Miller e Piotroski (2000)	Estados Unidos	Notícias de rentabilidade Setores com elevado número de litígios Maior número de investidores institucionais e <i>stakeholders</i> não acionistas Remuneração baseada em ações Menor utilização de mecanismos de sinalização
Kent e Ung (2003)	Austrália	Volatilidade das ações Tamanho
Celik, Ecer e Karabacak (2006)	Turquia	Tamanho Estrutura de propriedade Rentabilidade Investimentos estrangeiros Listagem em bolsas estrangeiras
Aljifri e Hussainey (2007)	Emirados Árabes Unidos	Endividamento Rentabilidade
Almeida e Figueiredo Júnior (2011)	Brasil	Política da empresa
Osman e Saorin (2011)	Espanha	Qualidade da governança corporativa Pior desempenho
Macedo Neto et al. (2012)	Brasil	Listagem em bolsas estrangeiras Endividamento elevado Remuneração baseada em ações e no lucro Capital pulverizado
Mathuva (2012)	Quênia	Endividamento Rentabilidade Investimento de capital Concentração de investimentos estrangeiros Listagem em bolsas estrangeiras
Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013)	Brasil	Segmento de listagem de governança corporativa Setor de atuação

Fonte: Elaborado pelos autores.

Assim, o *disclosure* voluntário ganha importância no desenvolvimento do mercado de capitais, visto que a maior gama de informações úteis e tempestivas disponíveis reduz a assimetria de informações entre a empresa e os seus *stakeholders* externos, o que pode, inclusive, reduzir o custo de capital, refletindo positivamente no valor da empresa. O *guidance* vem sendo estudado como um item de *disclosure* voluntário que pode melhorar a relação da empresa com o mercado, tendo, entretanto, riscos associados principalmente a sua não realização e seu foco em curto prazo.

Dado esse contexto, o presente trabalho visa avançar nas pesquisas acerca dos fatores determinantes para a prática do *guidance* no Brasil, identificando, por meio de testes de análise multivariada, os fatores que podem estar influenciando a gestão das empresas listadas na BM&FBovespa na decisão de publicar ou não informações sobre o desempenho futuro da empresa e a qualidade e quantidade dessas informações.

3 Metodologia da Pesquisa

Esta seção é dividida em quatro partes. Inicialmente, abordam-se a tipologia da pesquisa, a amostra pesquisada e as fontes de dados. A segunda parte trata da métrica utilizada para analisar o *disclosure* de *guidance* das empresas pesquisadas. Em seguida, discutem-se as hipóteses da pesquisa e as *proxies* das variáveis independentes. E, por fim, apresentam-se os procedimentos estatísticos utilizados.

3.1 Tipologia, Amostra e Dados

Este estudo possui natureza exploratório-analítica, utilizando predominantemente métodos quantitativos para análise dos dados. A população da pesquisa reuniu 351 companhias abertas não financeiras listadas na BM&FBovespa na posição de 02/01/2013, segundo a classificação apresentada no seu portal eletrônico. As empresas do setor “Financeiro e Outros” foram excluídas do estudo por apresentar especificidades que muito as diferenciam das demais.

A amostra final da pesquisa foi formada por 296 empresas, distribuídas em nove setores de atividade. Ressalte-se que 55 empresas da população (15%) foram excluídas por não disponibilizarem pelo menos uma das informações relacionadas às variáveis independentes utilizadas no estudo.

Os dados utilizados referem-se ao exercício social encerrado em 31/12/2011 e foram coletados no item 11 do Formulário de Referência (FR) 2012 – ano-base 2011, do Boletim Diário de Informações (BDI) da BM&FBovespa e do portal eletrônico da BM&FBovespa. Instituído pela Instrução CVM n. 480/2009, o FR é um documento eletrônico cujas informações a serem apresentadas refletem o conteúdo estabelecido no Anexo 24 da mencionada instrução enquanto que o BDI é um documento publicado no portal eletrônico da BM&FBovespa e visa divulgar as principais informações sobre a sessão de negociação na Bolsa.

3.2 Métrica para Mensuração do Nível de Disclosure de Guidance

Inicialmente, definiu-se uma métrica para mensuração do nível de *disclosure* de *guidance* das firmas. Para tanto, elaborou-se um instrumento de coleta de dados com 22 itens, distribuídos em quatro categorias, conforme disposto no Quadro 2.

A categoria “aspectos formais” foi elaborada a partir das exigências da Instrução CVM n. 480/2009 e avalia se a empresa cumpre requisitos formais recomendados pelo Pronunciamento de Orientação n. 4. (CODIM, 2008). A subcategoria “responsabilidade dos gestores” refere-se à identificação das premissas e da metodologia utilizadas na elaboração das projeções e à advertência que deve ser feita ao mercado quanto à natureza hipotética dos valores projetados. Já a subcategoria “projeções de períodos anteriores” verifica se a empresa faz o acompanhamento das projeções de períodos já transcorridos, confrontando seus valores com aqueles efetivamente realizados e identificando as prováveis causas para os desvios eventualmente observados.

As demais categorias foram definidas tomando-se por base o estudo de Macedo Neto et al. (2012), que aponta três enfoques predominantes para o *guidance* praticado pelas empresas do Ibovespa: *guidance* de resultados (indicadores econômico-financeiros), *guidance*

estratégico (indicadores operacionais) e *guidance* de investimentos (indicadores de investimento). Cada uma delas foi dividida em duas subcategorias: projeções de curto prazo e projeções de longo prazo. A primeira está relacionada às informações apresentadas para os exercícios de 2012 e 2013, enquanto a segunda diz respeito ao exercício de 2014 e exercícios dos anos seguintes.

Quadro 2 - Checklist para mensuração do nível de *disclosure* de *guidance*

Categoria	Subcategoria	Nº do item	Item/Questionamento	
Aspectos formais	Responsabilidade dos gestores	1	Premissas	A empresa identifica as premissas e a metodologia utilizadas para a elaboração das projeções?
		2	Advertência	A empresa adverte os usuários sobre a natureza hipotética das projeções evidenciadas, alertando-os de que não se trata de promessa de desempenho futuro?
	Projeções de períodos anteriores	3	Acompanhamento	A empresa faz o acompanhamento de projeções de períodos já transcorridos, confrontando valores projetados com valores alcançados?
		4	Justificativa	A empresa analisa os desvios entre realizado e projetado, identificando suas causas prováveis?
Indicadores econômico-financeiros	Projeções de curto prazo	5	Caixa	A empresa fornece informações prospectivas sobre o saldo e/ou movimentação de caixa ?
	Projeções de longo prazo	6		
	Projeções de curto prazo	7	Receitas	A empresa fornece informações prospectivas sobre as receitas ?
	Projeções de longo prazo	8		
	Projeções de curto prazo	9	Custos	A empresa fornece informações prospectivas sobre custos e/ou despesas operacionais?
	Projeções de longo prazo	10		
	Projeções de curto prazo	11	Resultado	A empresa fornece informações prospectivas sobre o seu resultado econômico-financeiro (tais como Ebitda, margens de lucro, lucro líquido)?
	Projeções de longo prazo	12		
Indicadores operacionais	Projeções de curto prazo	13	Nível de atividade	A empresa fornece informações prospectivas sobre o nível de atividade (produção, venda ou prestação de serviços)?
	Projeções de longo prazo	14		
	Projeções de curto prazo	15	Preços	A empresa fornece informações prospectivas sobre os preços de seus produtos/serviços?
	Projeções de longo prazo	16		
	Projeções de curto prazo	17	Desempenho	A empresa fornece informações prospectivas sobre outros indicadores de desempenho operacional?
	Projeções de longo prazo	18		
Indicadores	Projeções de curto	19		A empresa fornece informações

Categoria	Subcategoria	Nº do item	Item/Questionamento	
de investimento	prazo		Investimentos	prospectivas sobre montante e/ou destinação de investimentos ?
	Projeções de longo prazo	20		
	Projeções de curto prazo	21	Financiamento	A empresa fornece informações prospectivas sobre as fontes dos recursos a serem aplicados nos investimentos previstos?
	Projeções de longo prazo	22		

Fonte: Elaborado pelos autores.

Em seguida, para cada empresa da amostra foram levantadas até 22 respostas (máximo possível) aos 13 questionamentos enunciados no Quadro 2. Para tanto foi realizada uma análise de conteúdo no item 11 do Formulário de Referência do ano 2012 (ano-base 2011). Nesse item, são divulgadas informações sobre Projeções e o mesmo está dividido em dois subitens: projeções divulgadas e premissas; e acompanhamento das projeções.

Dessa forma, verificou-se se a empresa divulgava o conteúdo referente ao item 11 e, quando a empresa optava pela divulgação de *guidance*, se a mesma estava cumprindo os aspectos formais exigidos pela CVM (2009) e quais eram as projeções evidenciadas. Após catalogados os dados, atribuiu-se o valor “1” quando o item foi identificado e o valor “0” no caso contrário, podendo, assim, cada empresa atingir no máximo 22 pontos. O nível de *disclosure* de cada empresa foi obtido calculando-se a razão entre a sua pontuação e a pontuação máxima possível (22).

3.3 Hipóteses da Pesquisa: Variáveis Independentes

As hipóteses da pesquisa foram desenvolvidas a partir de estudos anteriores que apontam oito fatores capazes de explicar a prática do *disclosure* voluntário de *guidance* pelas firmas, a saber: (1) Setor de atividade, (2) Rentabilidade, (3) Listagem em bolsas estrangeiras, (4) Endividamento, (5) Governança corporativa, (6) Remuneração dos gestores, (7) Tamanho e (8) Proporção de ações em circulação (TRUEMAN, 1986; MILLER; PIOTROSKI, 2000; ALJIFRI; HUSSAINEY, 2007; OSMAN; SAORIN, 2011; MATHUVA, 2012; MACEDO NETO et al., 2012).

H1: Empresas de setores mais regulados possuem maior nível de disclosure de guidance.

Setores de atividade com maior regulação estatal, como telecomunicações, utilidade pública e petróleo, gás e biocombustíveis, recebem maior pressão para divulgar informações, tanto por regras da legislação específica, como por serem concessionários de serviços públicos (MURCIA; SANTOS, 2010). As empresas desses três setores, sobretudo, devem ser motivadas a divulgar informações prospectivas, para demonstrar para a população e para o governo sua capacidade para continuar gerindo o serviço público e justificar a necessidade de reajustes tarifários e incentivos fiscais.

H2: Empresas com maior rentabilidade possuem maior nível de disclosure de guidance.

Seguindo o entendimento de Trueman (1986), os gestores de empresas mais rentáveis devem praticar o *guidance* para que o mercado possa avaliar a sua real situação, principalmente no que tange à persistência dos resultados. De acordo com o autor, essa atitude

pode contribuir para aumentar o valor de mercado da empresa e melhorar a imagem dos gestores.

H3: Empresas que emitem ADR possuem maior nível de disclosure de guidance.

A listagem de empresas de países emergentes em mercados mais sofisticados, principalmente pela emissão de *American Depository Receipt* (ADR), na *New York Stock Exchange* (Nyse), exige dos emissores mais transparência e melhores mecanismos de governança, seja por meio de regras mais rígidas, seja pela maior exigência dos investidores (LEUZ; WYSOCKI, 2008). O *disclosure* de informações prospectivas por parte das empresas pode aumentar a sua confiabilidade perante os investidores.

H4: Empresas com maior endividamento possuem maior nível de disclosure de guidance.

Uma maior proporção de capital de terceiros na estrutura de capital denota maior subordinação aos investidores externos (MACEDO NETO et al., 2012). A prática do *guidance*, por sua vez, gera mais conforto para a empresa em sua relação com esses investidores, tanto pela transparência, como por demonstrar bom planejamento e capacidade de honrar compromissos.

H5: Empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa possuem maior nível de disclosure de guidance.

Macedo Neto et al. (2012) justificam o isomorfismo coercitivo para explicar a tendência de empresas listadas em segmentos especiais de listagem a praticar o *guidance*. Pelo fato de o *guidance* favorecer a transparência e melhorar a governança, o ambiente institucional motivaria as empresas dos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa a praticá-lo.

H6: Empresas que remuneram gestores por meio de stock options possuem maior nível de disclosure de guidance.

O estudo de Trueman (1986) trata a remuneração como um incentivo à prática do *guidance* por parte dos gestores. A remuneração por meio de ações pode ser um incentivo à prática do *guidance* por parte da administração.

H7: Empresas de maior porte possuem maior nível de disclosure de guidance.

Murcia (2009) apresenta como razões para a correlação positiva entre o *disclosure* e o tamanho da empresa a busca por mais investidores e a maior complexidade das empresas de grande porte. Dessa forma, espera-se um efeito positivo do tamanho sobre o nível de *disclosure* de projeções.

H8: Empresas com maior proporção de ações em circulação possuem maior nível de disclosure de guidance.

A concentração do capital é vista como um fator que reduz o *disclosure* das empresas, já que o controlador dispõe de informações privilegiadas, em detrimento dos acionistas minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). As empresas com maior concentração tendem a apresentar menor nível de *disclosure*. Já aquelas com capital mais disperso, em que se espera que a informação tenha mais importância, tendem a

apresentar maior nível de *disclosure* (ALENCAR, 2007). Dessa forma, espera-se que o maior número de ações em circulação esteja relacionado ao maior *disclosure* de projeções.

O Quadro 3 apresenta as *proxies* e as respectivas fontes de dados das variáveis independentes utilizadas.

Quadro 3 - Variáveis independentes do estudo

Variável (Sigla)	Proxy (Indicadores e Medidas)	Fonte de dados
Setor de atividade (SETOR)	Variável <i>dummy</i> para cada setor de atividade, segundo a classificação da BM&FBovespa	Portal eletrônico da BM&FBovespa em 10/01/2013
Rentabilidade (RENT)	Razão entre o Lucro Líquido e o Ativo Total	Formulário de Referência 2012 (3.1 – Informações financeiras)
Listagem em bolsas estrangeiras (ADR)	Variável <i>dummy</i> : 1, se a empresa emite ADR na <i>New York Stock Exchange</i> (Nyse); 0, no caso contrário	Formulário de Referência 2012 (18.7 – Negociação em mercado estrangeiro)
Endividamento (ENDIV)	Razão entre o Passivo Exigível e o Patrimônio Líquido	Formulário de Referência 2012 (3.7 – Nível de endividamento)
Governança corporativa (GOVERN)	Variável <i>dummy</i> : 1, se a empresa é listada nos níveis diferenciados de governança corporativa (Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado); 0, no caso contrário	Boletim Diário de Informações (BDI) do dia 10/01/2013
Remuneração dos gestores (REMUN)	Variável <i>dummy</i> : 1, se a empresa remunera seus gestores por meio de <i>stock options</i> ; 0, no caso contrário	Formulário de Referência 2012 (13.6 – Remuneração baseada em ações e 13.1 – Política/prática de remuneração)
Tamanho (TAM)	Logaritmo do Ativo Total	Formulário de Referência 2012 (3.1 – Informações financeiras)
Proporção de ações em circulação (PROP)	Percentual de ações em circulação	Formulário de Referência 2012 (15.3 – Distribuição de capital)

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.4 Procedimentos Estatísticos

Para a concretização dos objetivos da pesquisa, utilizou-se como técnica estatística a regressão linear múltipla, adotando-se como variável dependente o nível de *disclosure* de *guidance* (*GUIDANCE*) e como variáveis independentes os oito fatores apresentados no Quadro 3, conforme a Equação 1, enunciada a seguir.

$$GUIDANCE = \alpha + \beta_1 SETOR + \beta_2 RENT + \beta_3 ADR + \beta_4 ENDIV + \beta_5 GOVERN + \beta_6 REMUN + \beta_7 TAM + \beta_8 PROP + \varepsilon$$

Inicialmente, as hipóteses foram testadas considerando-se todas as empresas da amostra (296). Adicionalmente, verificou-se o efeito das variáveis independentes sobre o *disclosure* de *guidance* considerando-se apenas as empresas que divulgaram alguma informação sobre projeções. Para aumentar a confiabilidade dos resultados, a regressão foi realizada por meio de dois métodos de entrada de variáveis: com todas as variáveis (método *enter*) e apenas com aquelas cuja inclusão no modelo é significativa a 5%, com base no seu contributo ao aumento da estatística F (método *stepwise*), com auxílio do *software* Statistical

Package for the Social Sciences (SPSS®), versão 20.0. A avaliação da qualidade de ajustamento dos modelos foi feita a partir dos respectivos coeficientes de determinação (R^2) ajustados.

Para avaliação dos pressupostos da regressão linear múltipla, aplicaram-se, também, as seguintes análises complementares: teste de *Pesarán-Perarán* (homocedasticidade), estatísticas VIF (ausência de multicolinearidade), teste de Kolmogorov-Smirnov (normalidade dos resíduos) e análise dos gráficos (linearidade) (CUNHA; COELHO, 2012). A autocorrelação dos resíduos não foi testada, por se tratar de dados em *cross-section* (FÁVERO et al., 2009). Embora na amostra final (296 empresas) os resíduos não apresentassem distribuição normal, o teorema do limite central permite relaxar o pressuposto da normalidade para grandes amostras (STEVENSON, 1981).

4 Análise dos Resultados

Esta seção possui duas subseções intituladas: características do *guidance*; e determinantes do nível de *disclosure*. Na primeira, revelam-se as principais características do *guidance* evidenciado pelas empresas pesquisadas. Na segunda seção, apresentam-se as análises descritivas dos dados e são discutidos os principais resultados das análises de regressão realizadas.

4.1 Características do *Guidance*

O estudo revelou que das 296 empresas da amostra, apenas 81 (27,4%) apresentaram informações de *guidance* no Formulário de Referência 2012. Quanto ao número de empresas que divulgam projeções, deve-se destacar que 44,8% das empresas da amostra apresentavam informações sobre *guidance* no estudo de Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) e 41,9% na investigação de Macedo Neto et al. (2012). Contudo, na pesquisa realizada por Almeida e Figueiredo Júnior (2011), nenhuma companhia, ou seja, 0% da amostra investigada o fez. Nos estudos realizados em 2007 pelos Ibri e Firb, esses percentuais eram 76% e 57%, respectivamente. As diferenças encontradas entre o presente estudo e os estudos anteriores não pode levar à conclusão de que está havendo uma descontinuidade da prática do *guidance* no Brasil, haja vista que as amostras utilizadas são distintas. Entretanto, por estar se avaliando uma amostra mais significativa das empresas de capital aberto no Brasil (296 empresas), os resultados aqui evidenciados mostram que a prática do *guidance* é menos comum do que se apresentava em outros estudos.

O Quadro 4 destaca as principais características do *guidance* praticado pelas 81 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa que apresentaram informações voluntárias sobre suas projeções futuras.

Quadro 4 - Características do *guidance* praticado pelas empresas

Categoria	Subcategoria	Nº do item	Item	Quantidade de observações	Proporção de empresas que praticam o <i>guidance</i> (%)
Aspectos formais	Responsabilidade dos gestores	1	Premissas	74	91,4
		2	Advertência	26	32,1

Categoria	Subcategoria	Nº do item	Item	Quantidade de observações	Proporção de empresas que praticam o <i>guidance</i> (%)
	Projeções de períodos anteriores	3	Acompanhamento	51	63,0
		4	Justificativa	45	55,6
Indicadores econômico-financeiros	Projeções de curto prazo	5	Caixa	02	2,5
		7	Receitas	22	27,2
		9	Custos	08	9,9
		11	Resultado	19	23,5
	Projeções de longo prazo	6	Caixa	01	1,2
		8	Receitas	13	16,0
		10	Custos	06	7,4
		12	Resultado	08	9,9
Indicadores operacionais	Projeções de curto prazo	13	Nível de atividade	25	30,9
		15	Preços	02	2,5
		17	Desempenho	14	17,3
	Projeções de longo prazo	14	Nível de atividade	08	9,9
		16	Preços	–	0,0
		18	Desempenho	07	8,6
Indicadores de investimento	Projeções de curto prazo	19	Investimentos	42	51,9
		21	Financiamento	02	2,5
	Projeções de longo prazo	20	Investimentos	16	19,8
		22	Financiamento	01	1,2

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação aos aspectos formais exigidos pela CVM (2009) e recomendados pelo CODIM (2008), verifica-se que 91,4% das empresas indicaram as premissas e a metodologia utilizadas para estimar as projeções evidenciadas. Por outro lado, apenas 32% alertaram os usuários acerca da não responsabilização dos gestores pelo não cumprimento das projeções. Aproximadamente 63% forneceram informações acerca de projeções referentes a períodos anteriores, identificando, em sua maioria, as projeções não alcançadas e os seus prováveis motivos, percentagem inferior ao encontrado por Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), que foi de 84%. Das 81 empresas, apenas 14 (17,2%) informaram os quatro itens formais analisados, percentual que pode ser considerado baixo, haja vista que esses itens são de divulgação obrigatória às empresas que optam pelo fornecimento de *guidance*.

Entre os indicadores econômico-financeiros apresentados pelas firmas, destacam-se as projeções sobre receitas, tanto de curto como de longo prazo. Ressalte-se, porém, que diversas empresas apresentaram esses indicadores em proporção de crescimento das receitas em relação ao ano anterior, e não em valores absolutos. Também merecem destaque, no item de curto prazo, os indicadores de resultado, evidenciados por 23,5% das empresas que praticam o *guidance*. Entre esses indicadores incluem-se a margem Ebitda, a margem operacional, a margem líquida e o lucro líquido.

Dentre os indicadores operacionais, o nível de atividade foi o mais divulgado, sendo apresentado em medidas distintas, como produção/venda, crescimento de vendas e serviços efetuados. As empresas também divulgaram indicadores de desempenho, os quais, em sua maioria, referem-se a mensurações de eficiência operacional. Projeções de preços de curto prazo foram destacadas apenas por duas empresas e nenhuma delas fez referência ao longo prazo.

As projeções mais divulgadas, tanto de curto como de longo prazo, dizem respeito aos investimentos previstos. Diferentemente das outras categorias de indicadores, os investimentos são projetados predominantemente em valores monetários. Vale destacar a boa prática de duas empresas (Eletropaulo e Tractebel) que mencionaram as possíveis fontes de financiamento para seus investimentos de curto prazo. Essa prática também foi adotada pela empresa Wilson Sons para o longo prazo.

Os dados levantados apontam também para uma maior propensão à divulgação de projeções de curto prazo, sendo reduzido o número de companhias que divulgam indicadores econômico-financeiros, operacionais e de investimento para o longo prazo. No geral, 40 empresas divulgam pelo menos uma projeção referente a indicadores financeiros (49,38%), 38 empresas projetam indicadores operacionais (46,91%), 44 empresas divulgam informações sobre investimentos futuros (54,32%) e apenas 11 tratam de projeções sobre as três categorias (13,58%). Quando confrontadas com os resultados de Macedo Neto et al. (2012), cujos índices foram de, respectivamente, 65,4%, 34,6%, 57,7% e 7,7%, observa-se que há uma maior divergência acerca dos indicadores financeiros e operacionais.

4.2 Determinantes do Nível de Disclosure

A partir dos dados coletados, foi possível analisar as características das 296 empresas que compõem a amostra. A Tabela 1 destaca que 23% das empresas pertencem aos setores de telecomunicações, utilidade pública e petróleo, gás e biocombustíveis, que, segundo a pesquisa, são os que sofrem mais regulamentação estatal; 21% emitem *American Depository Receipt* (ADR), sendo, portanto, listadas na Nyse; 47% são listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa; e 33% remuneram seus gestores por meio de *stock options*. Ao se analisar apenas as empresas que praticam o *guidance*, constata-se que 25% pertencem aos setores regulados; 36% emitem ADR; 74% são listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa; e em 53% os gestores recebem remuneração baseada em ações.

Tabela 1 - Características das empresas quanto às variáveis qualitativas

Variável	Característica	Empresas que compõem a amostra final		Empresas que praticam o <i>guidance</i>	
		Quantidade	Proporção (%)	Quantidade	Proporção (%)
SETOR	Pertencem aos setores regulados	69	23	20	25
ADR	Emitem American Depository Receipt	63	21	29	36
GOVERN	São listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa	140	47	60	74
REMUN	Remuneram seus gestores por meio de <i>stock options</i>	98	33	43	53

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se, assim, que em relação à variável setor, o percentual é praticamente o mesmo quando comparadas todas as empresas da amostra com apenas aquelas que divulgam projeções. Quanto ao percentual de empresas que praticam o *guidance* e são listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa, constata-se um percentual elevado (74%), o que pode ser justificado pelo fato de essas empresas adotarem as boas práticas de governança, inclusive promovendo mais transparência da gestão, de modo condizente com as características do *disclosure* voluntário. Na investigação de Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) foi constatado que o percentual de empresas que evidenciam *guidance* e estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa é de 90,7%, o que corrobora com os achados desta presente pesquisa, bem como com o entendimento de que essas companhias adotam as recomendações de boas práticas de governança ao serem mais transparentes. A emissão de ADR's e a remuneração por meio de *stock options* também estão associadas ao *disclosure* de *guidance*, confirmando os achados de Macedo Neto et al. (2012).

A estatística descritiva, apresentada na Tabela 2, indica que o valor mínimo de nível de *disclosure* é zero, sendo também o mais frequente, o que se dá em razão de 215 empresas não terem divulgado nenhuma informação sobre *guidance*. Observados os valores médio e máximo, conclui-se por um baixo nível de *disclosure* quando consideradas todas as empresas da amostra. A variável “endividamento” chama a atenção pelo comportamento diferenciado entre as companhias. Algumas informaram uma situação de endividamento zero, enquanto outras apresentaram valores bem elevados, verificando-se um índice de 236,2 como valor máximo.

Tabela 2 - Estatística descritiva

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
GUIDANCE	296	0,0000	0,5455	0,06019	0,1114
RENT	296	-5,0514	600,8520	2,1387	34,9221
END	296	0,0000	236,2000	16,9241	40,0728
PROP	296	0,0000	100,0000	46,1731	31,1913
TAM	296	5,0558	11,7775	9,0644	1,0517

Fonte: Dados da pesquisa.

Vale destacar que mesmo examinando-se apenas o conjunto das 81 empresas que apresentaram alguma informação sobre *guidance*, o índice de *disclosure* ainda é considerado abaixo do esperado, sendo da ordem de apenas 21,6%. O maior nível de *disclosure* de *guidance* da amostra coube à Agreco (54,6%), empresa estrangeira do ramo de alimentos, integrante do setor “consumo não cíclico”. Apresentando índice de 50%, estão as empresas OGX Petróleo, do setor “petróleo, gás e biocombustíveis”, e a OI, do setor “telecomunicações”.

Analisado o comportamento das variáveis adotadas no modelo de regressão, investigaram-se os determinantes do nível de *disclosure* de *guidance*, cujos resultados são apresentados na Tabela 3.

Quando adotado o método *enter*, verificou-se, ao nível de significância de 5%, que as variáveis rentabilidade, governança corporativa, remuneração dos gestores, tamanho, setor consumo não cíclico e setor construção e transporte estão associadas positivamente com o nível de *disclosure* de *guidance*. Esses resultados corroboram com os achados de outros

estudos, a saber: Penman (1980), Miller e Piotroski (2000), Celik, Ecer e Karabacak (2006), Aljifri e Hussainey (2007) e Mathuva (2012), quanto ao fator rentabilidade; Osman e Saorin (2011) e Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), referente à governança corporativa; Miller e Piotroski (2000) e Macedo Neto et al. (2012), relacionado ao fator remuneração dos gestores; e Kent e Ung (2003) e Celik, Ecer e Karabacak (2006), concernente ao tamanho.

Tabela 3 - Nível de *disclosure* de *guidance*

Variável explicativa	Método Enter		Método Stepwise	
	Coefficiente ^(a)	Significância	Coefficiente ^(a)	Significância
RENT	0,133^(b)	0,039	-	-
ADR	0,116	0,061	-	-
ENDIV	0,005	0,918	-	-
GOVERN	0,133^(b)	0,039	0,155^(b)	0,011
REMUN	0,149^(b)	0,019	0,188^(b)	0,002
TAM	0,186^(b)	0,004	0,213^(b)	0,000
PROP	0,003	0,950	-	-
SETOR			-	-
<i>Utilidade pública</i>	0,093	0,180	-	-
<i>Telecomunicações</i>	0,083	0,141	-	-
<i>Tecnologia da informação</i>	0,056	0,311	-	-
<i>Petróleo, gás e biocombustíveis</i>	0,056	0,312	-	-
Materiais básicos	-0,041	0,519	-0,154^(b)	0,004
Consumo não cíclico	0,129^(b)	0,041	-	-
Consumo cíclico	-	-	-0,154^(b)	0,004
Construção e transporte	0,178^(b)	0,007	-	-
<i>Bens industriais</i>	0,064	0,303	-	-
Estatística F	5,847	0,000	16,397	0,000
R ² Ajustado	0,198		0,208	

N = 296.

Variável dependente: Nível de *disclosure* de *guidance* (*GUIDANCE*).

^(a) Coeficientes padronizados.

^(b) Relação significativa ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Utilizando-se o método *stepwise*, os achados divergiram com relação às variáveis rentabilidade, setor consumo não cíclico e setor construção e transporte, para as quais não foi indicada associação significativa. Adicionalmente, os resultados indicam associação negativa e significativa com as variáveis setor materiais básicos e setor consumo cíclico. Este modelo apresenta um valor superior para o coeficiente de determinação ajustado, indicando que cerca de 20,8% da variabilidade do nível de *disclosure* de *guidance* é explicada pelo modelo.

Vale destacar que pesquisas anteriores apontam os fatores endividamento (ALJIFRI; HUSSAINEY, 2007; MACEDO NETO et al., 2012; MATHUVA, 2012) e emissão de ADR (CELIK; ECER; KARABACAK, 2006; MACEDO NETO et al., 2012; MATHUVA, 2012)

como determinantes para a divulgação de informações sobre projeções, contudo não foi possível comprovar que esse efeito ocorra nas empresas listadas na BM&FBovespa.

O modelo de regressão proposto no estudo também foi aplicado considerando-se apenas as 81 empresas que evidenciaram alguma informação de *guidance* (Tabela 4). Os achados indicaram também uma associação positiva e significativa para a variável tamanho.

Tabela 4 - Nível de *disclosure* entre as empresas que praticam o *guidance*

Variável explicativa	Método Enter		Método Stepwise	
	Coefficiente ^(a)	Significância	Coefficiente ^(a)	Significância
RENT	-0,271^(b)	0,017	-0,254^(b)	0,011
ADR	0,042	0,738	-	-
ENDIV	0,002	0,989	-	-
GOVERN	0,037	0,730	-	-
REMUN	0,174	0,133	-	-
TAM	0,317^(b)	0,031	0,359^(b)	0,001
PROP	-0,023	0,853	-	-
SETOR			-	-
<i>Utilidade pública</i>	0,070	0,586	-	-
Telecomunicações	0,249^(b)	0,016	0,265^(b)	0,007
<i>Tecnologia da informação</i>	-0,017	0,878	-	-
<i>Petróleo, gás e biocombustíveis</i>	-0,031	0,769	-	-
<i>Materiais básicos</i>	-0,093	0,376	-	-
<i>Consumo não cíclico</i>	0,077	0,500	-	-
Consumo cíclico	-0,193^(b)	0,094	-0,227^(b)	0,020
<i>Construção e transporte</i>	-	-	-	-
<i>Bens industriais</i>	0,196	0,075	-	-
Estatística F	3,159	0,001	9,487	0,000
R ² ajustado	0,288		0,298	

N = 81.

Variável dependente: Nível de *disclosure* de *guidance* (*GUIDANCE*).

^(a) Coeficientes padronizados.

^(b) Relação significativa ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável rentabilidade sugeriu uma associação negativa e significativa com o nível de *disclosure* de *guidance* das firmas, o que denota divergência em relação à situação anterior, retratada na Tabela 3. Contudo, os resultados podem ser interpretados por uma ótica de complementaridade, indicando que as empresas mais rentáveis seriam mais propensas a divulgar alguma informação de *guidance*, mas que numa situação em que já tenha sido adotada a decisão de evidenciar, os gestores de empresas com menor rentabilidade tenderiam a ampliar o nível de *disclosure*.

No que tange às variáveis governança corporativa e remuneração dos gestores, o modelo não apontou associação positiva e significativa com o nível de *disclosure* de *guidance*. Assim, a partir de interpretação similar àquela adotada para a variável rentabilidade, o estudo indicou que as empresas com melhor nível de governança e que remuneram seus gestores por

meio de *stock options* tendem a apresentar alguma informação de *guidance*, enquanto entre as firmas que já optaram por realizar esse tipo de divulgação, essas variáveis não são determinantes de um maior *disclosure*.

Vale destacar que, conforme indicam outros estudos, os gestores são mais propensos a divulgar informações prospectivas quando parte de sua remuneração está atrelada ao desempenho da empresa no mercado de capitais. À medida que o *disclosure* aumenta o valor da empresa (VERRECHIA, 2001), a remuneração baseada em ações incentiva o gestor a elevar o nível de *disclosure* (TRUEMAN, 1986). Para o conjunto das 81 empresas, o modelo indicou que aquelas do setor consumo cíclico tendem a divulgar menos informações prospectivas, enquanto aquelas do setor telecomunicações tendem a apresentar maior nível de *disclosure*.

De forma geral, os resultados apontam que a prática do *guidance* é pouco utilizada no mercado brasileiro, destacando-se as projeções de curto prazo e os indicadores de investimento. Quanto aos aspectos formais, as empresas que fornecem *guidance*, em sua maioria, cumprem as exigências da CVM (2009), apenas negligenciando em não advertir os usuários acerca da não responsabilidade dos gestores pelo não cumprimento das projeções. Os testes estatísticos indicaram que a governança corporativa, o tamanho e a remuneração baseada em ações são características que influenciam as empresas na decisão de divulgar *guidance*. Analisando apenas estas empresas, a rentabilidade e a participação no setor de consumo cíclico demonstraram-se negativamente relacionadas ao nível de *disclosure*, enquanto o tamanho e o setor de telecomunicações favorecem o maior nível de *disclosure* de *guidance*.

5 Considerações Finais

Esta pesquisa teve por objetivo geral identificar os fatores determinantes do *disclosure* de *guidance* das companhias abertas listadas na BM&FBovespa. A amostra final reuniu 296 empresas, das quais apenas 81 divulgam voluntariamente informações sobre *guidance*.

O estudo revelou que, em sua maioria, as empresas que divulgam esse tipo de informação cumprem os aspectos formais estabelecidos pela CVM (2009). As projeções mais divulgadas, tanto de curto como de longo prazo, dizem respeito aos investimentos futuros, havendo maior propensão à divulgação de projeções de curto prazo, porém é reduzido o número de companhias que divulgam indicadores econômico-financeiros, operacionais e de investimento para o longo prazo. Os achados também indicam baixo nível de *disclosure*, observando-se entre as 81 empresas um nível de *disclosure* de apenas 22%. O maior nível de *disclosure* de *guidance* registrado foi de 55%.

Com relação aos fatores explicativos do nível de *disclosure* de *guidance*, os resultados apontam que as empresas mais rentáveis seriam mais propensas a divulgar alguma informação sobre seus resultados futuros, corroborando resultados de estudos anteriores. (MILLER; PIOTROSKI, 2000; ALJIFRI; HUSSAINEY, 2007; MATHUVA, 2012). Para o conjunto de empresas que já adotam essa prática, o estudo sugere que os gestores de empresas com menor rentabilidade tenderiam a ampliar o nível de *disclosure*. Empresas com melhor nível de governança e que remuneram seus gestores por meio de *stock options*, por sua vez, tendem a apresentar alguma informação de *guidance*, mas entre as firmas que já optaram por realizar esse tipo de divulgação, essas variáveis não são determinantes de um maior *disclosure*. O

tamanho foi a única variável que mostrou relação positiva com o nível de *disclosure* nas duas amostras analisadas.

Assim, os resultados sugerem que as características das firmas explicam o *disclosure* voluntário de *guidance* das companhias listadas na BM&FBovespa, confirmando-se a hipótese de pesquisa e corroborando estudos anteriores. (TRUEMAN, 1986; MILLER; PIOTROSKI, 2000; ALJIFRI; HUSSAINEY, 2007; OSMAN; SAORIN, 2011; MATHUVA, 2012; MACEDO NETO et al., 2012).

Entre as hipóteses específicas, há indícios que levam à confirmação das hipóteses H₅, H₆ e H₇. Logo, compreende-se que divulgar voluntariamente informações de projeções propicia maior transparência, um dos princípios da governança corporativa. Assim, as empresas dos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa, que possuem maior padrão de governança, estão mais propensas a publicarem o *guidance*, ainda que essa ação possa gerar custos adicionais às companhias.

Quanto à remuneração por meio de *stock options*, é possível observar que ao divulgarem informações sobre as projeções de resultados futuros, a administração agrega valor à companhia, surtindo efeito na valorização de suas ações, que conseqüentemente, sendo as mesmas a base do programa de remuneração dos gestores por *stock option*, esse tipo de remuneração é um incentivo aos gestores publicarem *guidance*.

Em relação ao tamanho, Murcia (2009) argui que as maiores empresas possuem maiores necessidades informacionais, dada a necessidade de atender a uma maior variedade de *stakeholders* e de buscarem mais investidores, além de utilizar essas informações para a redução dos custos políticos, melhorando sua reputação. Dessa forma, o *disclosure* de *guidance* seria mais benéfico às maiores empresas, pela maior complexidade de seus negócios e, conseqüentemente, elevada necessidade de transparência. Uma outra justificativa apontada é que, em empresas maiores, o custo do *disclosure* é menor, dada a parcela fixa de divulgar informações prospectivas.

Por outro lado, os testes realizados levaram à rejeição das hipóteses H₁, H₂, H₃, H₄ e H₈, de que a rentabilidade, o endividamento, a emissão de ADR, o *free float* de ações e a maior regulação do setor motivam os gestores das empresas analisadas a divulgar *guidance*. Destas, a rentabilidade (H₂) foi a que mostrou comportamento mais divergente, apresentando significância em um dos modelos propostos, mas não se confirmando no modelo *stepwise*. Esse resultado sugere que a preocupação em demonstrar a continuidade do desempenho financeiro não motiva as empresas em divulgar *guidance*. Outra possível justificativa seria de que futuras projeções com redução da rentabilidade poderiam não ser bem vistas pelo mercado.

Com relação às demais hipóteses não aceitas, percebe-se que todas se referem mais diretamente ao relacionamento da empresa com *stakeholders*: credores (endividamento), investidores estrangeiros (emissão de ADR), acionistas minoritários (*free float* de ações) e órgãos reguladores (setores regulados). Esse comportamento pode indicar que os gestores das empresas analisadas não estão levando em consideração estes grupos nas decisões relacionadas à divulgação de projeções, e/ou que o *guidance* não é um aspecto observado por esses grupos de interesses, uma vez que existem as previsões dos analistas externos.

Por se tratar de um dos primeiros estudos sobre a temática no Brasil, os resultados contribuem para a literatura sobre *guidance* no mercado nacional, ajudando a compreender melhor a motivação das empresas brasileiras para fornecer informações prospectivas ao mercado, bem como os tipos de informação que são divulgados. Por outro lado, a utilização

de informações referentes a apenas um exercício constitui uma das limitações do estudo. Espera-se que futuros estudos envolvam maior número de observações, em períodos mais extensos, além de incluir outras variáveis capazes de influenciar o *disclosure* de *guidance*, não abordadas na presente pesquisa.

Referências

- ALENCAR, R. C. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. 114 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- ALJIFRI, K.; HUSSAINEY, K. The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 9, p. 881-894, 2007. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1630426&show=abstract>>. Acesso em: 25 dez. 2012.
- ALMEIDA, M. A.; FIGUEIREDO JÚNIOR, H. S. O uso do *guidance* como instrumento de transparência para as empresas concessionárias de distribuição de gás natural no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11, 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos12011/344.pdf>>. Acesso em: 24 dez. 2012.
- ANHALT, A. A. *Guidance*: entre o risco e a segurança. **Revista Relações com Investidores – RI**. N. 110, p. 31-33, abr. 2007.
- BAGINSKI, S. P.; RAKOW JR., K. C. Management earnings forecast disclosure policy and the cost of equity capital. **Review of Accounting Studies**. v. 17, n. 2, p. 279-321, 2012. Disponível em: <<http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11142-011-9173-4?LI=true>>. Acesso em: 25 dez. 2012.
- BRANDÃO, I. F.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Características do *guidance* nas maiores empresas da BM&FBovespa. CONGRESSO ANPCONT, VI, 2013, Fortaleza. **Anais**. Fortaleza: AnpCont, 2013. Disponível em: <http://www.furb.br/_upl/files/especiais/anpcont%207/3806/cue%2061.pdf?20131031055955>. Acesso em: 05 nov. 2013.
- CABRAL, E. Ibrri inicia discussão sobre *guidance* no Brasil. **Revista Relações com Investidores – RI**. n. 110, p. 20-22, abr. 2007.
- CAIN, C. A.; FENG, M.; SKINNER, D. J. Does earnings *guidance* affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings *guidance*. **Journal of Accounting & Economics (JAE)**. v. 44, n. 1-2, p. 36-63, 2007. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410106000851>>. Acesso em: 24 dez. 2012.
-

CELIK, O.; ECER, A.; KARABACAK, H. Disclosure of forward looking information: Evidence from listed companies on Istanbul Stock Exchange (ISE). **Investment Management and Financial Innovations**. v. 3, n. 2, p. 197-216, 2006.

CHENG, M.; SUBRAMANYAM, K. R.; ZHANG, Y. **Earnings guidance and managerial myopia**. Working Paper, University of Southern California, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=851545>. Acesso em: 24 dez. 2012.

CHOI, J. H. et al. Do management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implications for the continuation of management's quarterly earnings guidance. **Review of Accounting Studies**. v. 16, n. 1, p. 143-182, 2011. Disponível em: <<http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11142-010-9131-6?LI=true>>. Acesso em: 24 dez. 2012.

CODIM. Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. **Pronunciamento de orientação n. 4** – guidance, de 17 de abril de 2008. Dispõe sobre melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia – guidance. Necessidade de padronização de divulgação, como forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e governança corporativa.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Orientação Técnica OCPC 00**, de 2 de dezembro de 2011. Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. 2011.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**. V. 6, n. 1, p. 85-101, jan./mar. 2010.

CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. D. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (Orgs.). **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2012.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

DYE, R. An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**. V. 32, p. 181-235, 2001.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2009.

FIRB. Financial Investor Relations Brasil. **Qualificando guidance**. 2007. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/Guidance/FIRB_Arleu.pdf>. Acesso em: 24 dez. 2012.

HIRST, D. E.; KOONCE, L.; VENKATARAMAN, S. Management earnings forecasts: A review and framework. **Accounting Horizons**. V. 22, n. 3, p. 315-338, 2008.

IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores. **5ª** **enquete Ibri: guidance**. São Paulo: Ibri, 2007. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/enquete/IBRI_Enquete_5_Guidance.pdf>. Acesso em: 24 dez. 2012.

JONES, W. **Uma perspectiva sobre as práticas (e as controvérsias) de guidance internacionais**. 2007. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/Guidance/Earnings_Guidance_IBRI.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2012.

KARAMANOU, I.; VAFEAS, N. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. **Journal of Accounting research**. V. 43, n. 3, p. 453-486, June, 2005.

KENT, P.; UNG, K. Voluntary disclosure of forward-looking earnings information in Australia. **Australian Journal of Management**. v. 28, n. 3, p. 273-285, 2003.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**. V. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LANZANA, Ana. **Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LENNOX, C. S.; PARK, C. W. The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts. **Journal of Accounting and Economics**. V. 42, n. 3, p. 439-458, August, 2006.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. D. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research. **Social Science Research Network**. March, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1105398>>. Acesso em: 28 dez. 2012.

LIMA, G. A. S. F. de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira**. 2007. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2012.

MACEDO NETO, H. et al. Fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o pronunciamento de orientação n. 04/2008 do Codim.

In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36, 2012, Rio de Janeiro. **Anais**. Rio de Janeiro: Anpad, 2012. CD- ROM.

MAHONEY, W. F. Guidance: o bom, o ruim e o desagradável. **Revista Relações com Investidores** – RI. N. 121, p. 26-29, abr., 2008.

MAPURUNGA, P. V. R. **Adesão às normas internacionais pelas firmas brasileiras**. 2012. 205 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuariais e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2012.

MATHUVA, D. The determinants of forward-looking disclosures in interim reports for non-financial firms: evidence from a developing country. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**. V. 2, n. 2, p. 125-141, 2012. Disponível em: <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijaftr/article/view/2257>>. Acesso em: 25 dez. 2012.

MILANI FILHO, M. A. F. O nível de disclosure de organizações do terceiro setor: uma pesquisa empírica sobre as entidades filantrópicas paulistas. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 4, 2010, Natal. **Anais**. Natal: Anpcont, 2010. CD- ROM.

MILLER, G. S.; PIOTROSKI, J. D. **Forward-looking earnings statements: determinants and market response**. Working paper, 2000. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.238593>>. Acesso em: 25 dez. 2012.

MURCIA, F. D. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. 181 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Teoria do disclosure discricionário: evidências do mercado brasileiro no período 2006-2008. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 4., 2010, Natal. **Anais**. Natal: Anpcont, 2010. CD- ROM.

NIRI – National Investor Relations Institute. **Guidance practices and preferences – 2012 survey results**. Disponível em: <<http://www.niri.org/Main-Menu-Category/resource/publications/Executive-Alert/Guidance-Practices-and-Preferences-2012-Report-9512.aspx>>. Acesso em: 25 dez. 2012.

OLIVEIRA, A. F.; BENETTI, J. E.; VARELA, P. S. Disclosure das provisões e dos passivos e ativos contingentes: um estudo em empresas listadas na BM&FBovespa. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 5, 2011, Vitória. **Anais**. Vitória: Anpcont, 2011. CD- ROM.

OSMAN, B. G.; SAORIN, E. G. Corporate governance, future news and forward-looking information. In: ACCOUNTING & FINANCE ASSOCIATION OF AUSTRALIA AND NEW ZEALAND CONFERENCE, 2011, Darwin, Austrália. **Anais**. Darwin, Austrália: AFAANZ, 2011. Disponível em:

<http://www.afaanz.org/openconf/2011/modules/request.php?module=oc_proceedings&action=view.php&a=Accept+as+Paper&id=328>. Acesso em: 25 dez. 2012.

PENMAN, S. H. 1980. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. **Journal of Accounting Research**. V. 18, n. 1, p. 132-160, Spring, 1980.

RULAND, W.; TUNG, S.; GEORGE, N. E. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. **The Accounting Review**. V. 65, n. 3, p. 710-721, 1990.

SALOTTI, B. M. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**. 2005. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**. V. 19, n. 48, p. 37-49, set./dez. 2008.

SKINNER, D. J. Do the SEC's safe harbor provisions encourage forward-looking disclosures? **Financial Analysts Journal**. V. 51, n. 4, p. 38-44, Jul./Aug. 1995.

STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981.

TRUEMAN, B. Why do managers voluntarily release earnings forecasts? **Journal of Accounting and Economics**. n. 8, 1986. Disponível em:

<<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410186900108>>. Acesso em: 25 dez. 2012.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**. n. 32, p. 97-180, 2001.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.

