

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UMA COMPARAÇÃO ENTRE AS
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS QUE DIVULGAM E NÃO DIVULGAM O
GUIDANCE**

*EARNINGS MANAGEMNT: COMPARATIVE STUDY BETWEEN BRAZILIAN PUBLIC
FIRMAS THAT TO DISCLOSURE AND NONDISCLOSURE THE GUIDANCE*

GEISA CASSIANO PAULINA DA SILVA

Mestranda em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-graduação em Ciências
Contábeis Universidade Federal da Paraíba – UFPB. E-mail: geisapcont@gmail.com

SUELEM KATHERINNE DE MACEDO PINTO

Mestranda em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-graduação em Ciências
Contábeis Universidade Federal da Paraíba – UFPB.
E-mail: suelemmacedo_@hotmail.com

EDILSON PAULO

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo – USP. Docente do Programa
de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba – UFPB. E-
mail: e.paulo@uol.com.br

Endereço: Universidade Federal da Paraíba – UFPB. Centro de Ciências Sociais Aplicadas –
CCSA. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCC. Campus I - Cidade
Universitária - CEP 58.051-900 - João Pessoa/PB

Recebido em: 15/12/2016 Revisado por pares em: 18/12/2016 Aceito em: 20/12/2016

RESUMO

O *Guidance* apresenta a projeção esperada de desempenho futuro das empresas, tem tido pouca atenção por parte das pesquisas, existindo poucos trabalhos que abordam e analisam a forma de evidenciação dessa prática de divulgação voluntária. Verifica-se que diante da discricionariedade das empresas em divulgar suas informações há a presença de escolhas contábeis, fazendo com que os gestores destas empresas exerçam suas opções diante do reconhecimento, mensuração e divulgação sobre quais são as melhores alternativas para suas companhias. A amostra desta pesquisa é composta por todas as empresas listadas na BM&FBovespa, analisando quais realizaram a apresentação do *Guidance*, conforme uma análise de conteúdo realizada por meio do item 11 dos Formulários de Referência do ano de 2014. Para verificar o comportamento discricionário, esta pesquisa utilizou o modelo proposto por Paulo (2007), para estimar os *accruals* discricionários, *proxy* de gerenciamento de resultados, para posteriormente analisar se nível de gerenciamento de resultados são distintos entre as empresas que divulgam *Guidance* e aquelas que não divulgam, através do teste não paramétricos *Wilcoxon-Mann-Whitne*. Os resultados indicam que rejeita-se hipótese nula de que os níveis de gerenciamento de resultado entre as empresas listadas na BM&FBovespa que divulgam *Guidance* e as empresas que não divulgam *Guidance* são semelhantes.

Palavras-chave: *Guidance*. Escolhas Contábeis. *Disclosure*. Gerenciamento de resultados.

ABSTRACT

The Guidance exhibit the Projected future performance of companies, has had little attention on the part of the researches, there are few studies that address and analyze the form of evidence of this practice of voluntary disclosure. It is verified that in the face of the discretion of the companies in divulging their information, there are the presence of accounting choices, making the managers of these companies exercise their options before the recognition, measurement and disclosure about what are the best alternatives for their companies. The sample of this research is composed of all companies listed on the BM & FBovespa, analyzing which performed the presentation of the Guidance, according to a content analysis performed through item 11 of the Reference Forms for the year 2014. To verify the discretionary behavior, this research used the model proposed by Paulo (2007), to estimate discretionary accruals, earnings management proxy, to later analyze if the level of results management are different among the companies that disclose Guidance and those that do not disclose, through the Wilcoxon-Mann-Whitne nonparametric test. The results indicate that a null hypothesis is rejected that the levels of earnings management between the companies listed on the BM&FBovespa that disclose Guidance and the companies that do not disclose Guidance are similar.

Keywords: Guidance. Accounting Choices. Disclosure. Managing results.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação das informações sobre as companhias é um dos meios necessários para gestores e investidores, usuários do âmbito interno e externo, possam tomar suas decisões, com mais segurança e confiança no processo decisório de investimento.

Com o escopo de atrair investidores, assim como alavancar a confiabilidade de *stakeholders*, ocorreu uma mudança nas organizações em procurar ampliar o nível de informações evidenciadas junto ao mercado, como informações socioambientais, informações de gestão e de projeções futuras (ALMEIDA; FIGUEIREDO JÚNIOR, 2011; MAHONEY, 2008; VERGILI, 2008).

Verifica-se que além do acréscimo significativo na busca pela transparência corporativa, houve uma necessidade de inovação na forma de evidenciação das informações financeiras para o mercado de capitais, fazendo com que as divulgações das mesmas acompanhassem as exigências e as necessidades dos investidores, que carecem de projeções e de dados atualizados.

Perante a necessidade por inovação, válido destacar que as empresas são moldadas pelo mercado, em especial, por seus investidores, surgiu no ano de 2007 no Brasil uma nova forma de evidenciar informações ao mercado, conhecido por *Guidance*. *Guidance* é definido por qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa e/ou qualitativa, fornecida pela

companhia, sobre seu desempenho futuro, segundo o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado.

O *Guidance* é um assunto pouco estudado, tendo poucos trabalhos que abordam e analisam a forma de evidenciação dessa prática de divulgação voluntária. No ano de 2007, o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e o *Financial Investor Relations Brasil* (FIRB) realizaram estudos acerca da prática de *Guidance* no Brasil. Após esses estudos, o CODIM divulgou, no ano de 2008, o Pronunciamento de Orientação nº 4 com o objetivo de aprimorar a prática de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia e resguardar investidores de “falsas promessas” (RIBEIRO, 2008).

Segundo Almeida e Figueiredo Junior (2011), o mundo atual é caracterizado por uma sociedade institucionalizada, cujas empresas, por seu tamanho e sua complexidade, precisam ser bem administradas e requerem um conjunto de pessoas organizadas em estruturas com diferentes incumbências, fazendo com que informação que fosse exclusiva de gestores, elaboradas pela Contabilidade Gerencial, passasse a ser divulgada para usuários externos. Desta forma, constitui o *Guidance* como uma potencial ferramenta gerencial, uma vez que, quando adequadamente divulgado, tais informes, contribuem tanto para a redução da assimetria informacional, quanto para a redução da volatilidade das ações, riscos e custo de capital das empresas (ROGERS; SKINNER; VAN BUSKINK, 2009; ANILOWSKI, FENG; SKINNER, 2007; MATHUVA, 2012).

Nota-se o viés desse estudo com foco em informações voluntárias divulgadas pelas empresas, já que as empresas possuem divulgações obrigatórias que estão fundamentadas nas normas e em suas regulamentações, entretanto elas também possuem discricionariedade para determinar o conteúdo, o período e a forma de como essas informações chegarão aos seus usuários. Paulo (2006) destaca que a existência de critérios múltiplos nas normas e práticas contábeis possibilitam aos administradores escolher alternativas válidas com o objetivo de apresentarem informações desejadas.

Verifica-se que diante a discricionariedade das empresas em divulgar suas informações há a presença de escolhas contábeis, fazendo com que os gestores destas empresas exerçam suas opções diante do reconhecimento, mensuração e divulgação sobre quais são as melhores alternativas para suas companhias. Fields, Lys, Vicent (2001) definem escolhas contábeis como qualquer decisão cujo objetivo seja influenciar a saída do sistema de contabilidade de um modo particular, incluindo não apenas as demonstrações contábeis, mas, também, outros documentos derivados da contabilidade.

Segundo Murcia e Werges (2011), quando questionados a respeito da diferença entre escolhas contábeis e gerenciamento de resultados, os autores rebatem que as escolhas contábeis não são realizadas no vácuo, ou seja, elas são originadas pelos incentivos econômicos que os gestores e/ou controladores das empresas possuem, então toda escolha contábil não deixaria de ser uma forma de gerenciamento de resultados, baseando no raciocínio de que os indivíduos reagem a incentivos econômicos fazendo com que as decisões nunca sejam tomadas de formas imparciais, e sim com objetivo de maximizar o seu próprio bem estar.

Dentro dessa linha de pensamento, esse estudo tem como objetivo verificar se as empresas que divulgam o *Guidance*, comparativamente as que não divulgam, gerenciam os resultados contábeis para atingir ou minimizar o erro que pode ocorrer nas projeções. A priori, há estudos que já assumem que as empresas mais transparentes, ou seja, aquelas que divulgam mais informações gerenciam menos seus resultados. No entanto, a perspectiva assumida por esse estudo é baseada no pressuposto de que os indivíduos são maximizadores da própria utilidade, portanto espera-se que os gestores, ao assumirem alguns riscos, como a perda da reputação diante do mercado, ao realizarem divulgações de projeções de resultado teriam incentivos para que se utilizarem das escolhas contábeis no intuito de gerenciar resultados e evitar ou suavizar erros de projeções (KASZNIK, 1996).

Conforme a atenção oferecida pelos órgãos normatizadores, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em sua Instrução nº 408/2009, em relação às práticas de *Guidance* no mercado brasileiro, onde direciona as empresas no uso dessa modalidade de divulgação voluntária, este estudo justifica-se pelo escopo de que através de seus resultados obtenha-se uma análise das práticas dessas projeções buscando identificar se o uso do *Guidance* tem se dado na forma de seus administradores obterem benefícios próprios através do gerenciamento de resultados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta a base teórica do estudo, contemplando a teoria da divulgação, *guidance* e as escolhas contábeis.

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Sabe-se que as demonstrações financeiras são importantes fontes de informações para a empresa divulgar seu desempenho para os usuários existentes e potenciais. Segundo Healy e

Palepu (2001), quanto mais informação estiver à disposição do investidor, a priori, mais o investidor terá condições de julgar um valor justo pelo investimento. Fazendo assim, destaque ao importante papel da divulgação da situação econômica e financeira no processo de tomada de decisão dos agentes econômicos.

Dye (2000) e Verrecchia (2001) debateram acerca do tema *Disclosure*, estimulando as pesquisas acerca da evidenciação de informações no mercado de capitais. Gabriel, Pimentel e Martins (2009) consideram que a Teoria da Divulgação tem sido utilizada como base teórica para os estudos contábeis que visam, sobretudo, explicar os efeitos da divulgação voluntária no preço de mercado das ações, assim como buscam identificar as razões econômicas para que determinada informação seja voluntariamente divulgada, relatando também os benefícios e custos envolvidos no processo de divulgação voluntária.

Verrecchia (2001) aborda que não existe uma teoria de divulgação abrangente ou unificada que ele se sinta confortável para identificar. Porém, conforme Dye (2001), há uma teoria de divulgação voluntária, que é um caso especial da Teoria dos Jogos com a premissa central de que qualquer entidade divulgará informação que é favorável à entidade e não divulgará informações desfavoráveis para a entidade.

Em seu estudo, Verrecchia (2001) categoriza três tipos de pesquisa sobre *Disclosure*, são eles: pesquisa sobre divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*); pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*); e pesquisa sobre divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*).

O primeiro modelo de pesquisa conforme Verrecchia (2001), *Association-based disclosure*, aborda pesquisas com finalidade principal de averiguar a relação entre a divulgação e as alterações dos comportamentos dos investidores, com característica basilar de avaliar os efeitos da divulgação sobre os preços dos ativos em equilíbrio e seus volumes de negócios. Dye (2001) traz que os modelos de evidenciação baseados em associação são empregados para analisar preço, reação nos preços e volume de negociação, relacionados à introdução de uma nova informação para os participantes do mercado, sobre um ativo que tem um valor desconhecido.

O modelo *Discretionary-based disclosure*, segundo Verrecchia (2001), verifica como os gestores e/ou empresas resolvem divulgar suas informações, analisando o mercado de capitais como o consumidor exclusivo das divulgações dos relatórios financeiros das empresas. Para Dye (2001), as pesquisas baseadas em julgamento traz que em uma relação comercial, na medida em que o vendedor vai oferecendo ao comprador maior volume de informação, o comprador terá mais argumentos e reavaliará o valor do bem que está sendo

negociado. Já o terceiro modelo, “*Efficiency-based disclosure*”, conforme Verrecchia (2001), aborda quais mecanismos de divulgação são preferidos na carência de conhecimento prévio sobre a informação, destacando que deve existir uma análise do volume de informações que a empresa divulgará, essa análise ocorrerá antecipadamente com o objetivo de divulgar ao mercado o volume de informações necessárias para maximizar a relação custo *versus* benefício.

O *Disclosure* pode ser classificado em obrigatório ou voluntário. Ronen e Yaari (2002) trazem a evidenciação obrigatória como aquela que acontece de acordo com as determinações legais ou regulamentares. Meek, Roberts e Gray (1995) abordam o *disclosure* voluntário como a divulgação de informações que excede o que é recomendado legalmente, e configura-se em uma escolha livre por parte dos gestores na divulgação de informações adicionais aos usuários da contabilidade. Portanto, pode-se verificar que o *disclosure* voluntário se caracteriza pela não exigência legal, dando à empresa a oportunidade de escolher o que será divulgado além do exigido em lei.

2.2 GUIDANCE

O termo *Guidance* ou *earnings Guidance* foi originado nos Estados Unidos, por volta dos anos de 1970 e 1980, criado com base no relatório de orçamento e dados internos da gestão das organizações. Porém, apenas por volta dos anos de 1999 e 2000 o mesmo foi apresentado ao mercado com o objetivo de deixar ainda mais transparente o desempenho das empresas.

Conforme Vergili (2008), o *Guidance* é utilizado para designar projeções gerenciais sobre os resultados econômicos das empresas, abrangendo informações de natureza econômica, operacional e de resultados das entidades. No mesmo entendimento, Mahoney (2008) traz que o *Guidance* é uma previsão de determinados resultados financeiros, ou números, pela empresa que fornece, o mesmo autor ainda esclarece que o *Guidance* também pode incluir projeções de receitas, fluxos de caixa, margens de lucros, e expectativa, envolvendo dispêndios de capital e outros determinantes de valor para a empresa.

No Brasil, em 2008, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao mercado – CODIM, emitiu o Pronunciamento de Orientação nº 04, de 17 de abril de 2008, que teve como objetivo esclarecer as melhores práticas de divulgação de informação sobre o desempenho futuro da companhia – *Guidance*, como forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e governança corporativa. O pronunciamento

destaca que o uso do *Guidance* deve ser revestido de significativa prudência, de modo a não gerar expectativas indevidas dos investidores, destacando ainda que o uso por parte das empresas é opcional, mas, uma vez utilizado, estas deverão sempre assegurar a observância da equidade, consistência e frequência.

Os usuários principais dessa prática de evidenciação contábil são os atuais e os potenciais investidores das companhias, que através desse relatório buscam informações para avaliar o desempenho registrado em relação ao projetado e baseando-se nesses valores divulgados podem tomar decisões que transacionem ações das empresas.

Como citado acima o CODIM direciona e subsidia as companhias, em âmbito nacional, para que as mesmas apresentem seus resultados projetados. Porém, conforme a padronização da divulgação das informações, a Comissão de Valores Mobiliário (CVM), através da Instrução CVM nº 480/2009, aborda sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

O art. 20 da Instrução da CVM nº 480/2009, na subseção II que aborda Projeções e Estimativas, traz que a divulgação de projeções e estimativas é facultativa, mas que no caso de vir a ser implementada, as informações devem ser incluídas no Formulário de Referência. O art. 20 ainda traz em destaque que as projeções e estimativas devem ser revisadas periodicamente, em intervalo de tempo adequado ao objeto da projeção, que, em nenhuma hipótese, deve ultrapassar 1 ano.

Ressalta-se que o Pronunciamento de Orientação nº 04/2008 do CODIM, versa sobre a política do *Guidance*, sua equidade, forma e consistência, frequência, alteração e as responsabilidades na divulgação de informação ao mercado. Sobre a forma e consistência, o pronunciamento do CODIM traz que a companhia deverá manter os parâmetros utilizados para divulgar as perspectivas futuras com o objetivo de dar consistência a informação e facilitar o entendimento dos participantes do mercado.

Outro ponto a se destacar é em relação a alteração, o pronunciamento traz que quando ocorrer acontecimentos de fatos ou eventos extraordinários, e que impactem de modo direto nas atividades ou resultados da companhia, esta deverá dar plena publicidade ao fato, por meio de divulgação de fato relevante, corrigindo as premissas do *Guidance*, explicitando os principais motivos para alteração do *Guidance*.

Alguns estudos trazem em sua abordagem alguns benefícios do *Guidance*, como redução da volatilidade e maior valorização do preço das ações, maior liquidez para esses papéis, maior confiança e aproximação do mercado, ação mais próxima do preço justo, redução do custo do capital e alinhamento de projeções. (HSIEH,2007; ANHALT, 2007).

Porém, há estudos que demonstram que a prática do *Guidance* não é tão eficiente, como causas da redução de investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento, falta de impactos positivos nos resultados das empresas que publicam projeções trimestrais e impactos negativos nos resultados a longo prazo. (KOLLER; RAJAN, 2006; CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2007).

No Brasil, há ainda poucos estudos que abordam o *Guidance*, pesquisa como a de Murcia e Santos (2009) trouxe que das 100 maiores empresas brasileiras apenas 3 destas projetavam resultados financeiros, 39 projetavam novos investimentos e 67 objetivos, planos e metas. Outro ponto encontrado nos estudos já realizados no Brasil é que as empresas apresentam mais propensão à evidenciar o *Guidance* de curto prazo. (BRANDÃO ET AL, 2013).

Este estudo, além de abordar um tema pouco analisado no Brasil até o momento, traz como diferencial a análise da prática do *Guidance* relacionando-a ao gerenciamento de resultados, buscando identificar se as empresas que divulgam mais o *Guidance* gerenciam mais seus resultados.

2.3 ESCOLHAS CONTÁBEIS

Considera-se que a elaboração e divulgação dos números contábeis envolvem julgamentos decorrentes das escolhas contábeis (PAULO, 2007; MURCIA; WUERGES, 2011). Nesse ponto, segundo Francis (2001), para colocar limites no conjunto de tópicos e elementos a serem estudados, torna-se importante atribuir uma definição ao que seria escolhas contábeis. Assim, Watts (1992) define escolhas contábeis como uma escolha do gestor por um método em detrimento de outro, enquanto que de forma mais ampla, Fields *et al.* (2001) define escolhas contábeis como qualquer decisão com primário intuito de influenciar, na forma ou na essência, a saída do sistema de contabilidade de um modo particular, incluído não apenas demonstrações contábeis publicadas mais também declarações fiscais e registros regulatórios.

A definição de escolhas contábeis dada por Fields *et al.* (2001) incorpora um extenso conjunto de atividades que impactam os números contábeis (PAULO, 2008), tais como a escolha como estruturar um contrato de arrendamento de modo que ele se qualifique como *leasing* operacional, escolha entre usar LIFO ou FIFO para mensuração dos estoques, e escolhas que afetam o nível de divulgação empregado pela empresa (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001). Assim pode-se entender que a discricionariedade da gestão, quanto as escolhas

contábeis, afeta as três etapas do processo contábil que seria o reconhecimento, a mensuração e a evidenciação dos fenômenos contábeis.

Essa discricionariedade ou flexibilização nas práticas contábeis, segundo Fields *et al.* (2001), surge de um mundo onde o mercado é incompleto e imperfeito, onde imperfeições de mercado – custos de agência, assimetria informacional e externalidades – influenciam as escolhas contábeis (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001). Assim, é de se concluir que a contabilidade seja influenciada pela existência de critérios alternativos de mensuração e evidenciação dentre os procedimentos e práticas permitidas pela normatização contábil (PAULO, 2007; FORMIGONI *et al.*, 2012).

E já que de acordo com Watts (1992), o resultado contábil fornece informação sobre os fluxos de caixa atuais e futuros da firma, e considerando o lucro contábil uma saída do sistema contábil e por isso seria resultado das escolhas contábeis feitas, torna-se validado ressaltar a afirmação de Holthausen e Leftwich (1983), de que escolhas contábeis têm consequências econômicas e podem alterar os fluxos de caixa das empresas ou a riqueza das partes que usam esses números.

Uma das consequências dessa faculdade que os gestores têm em escolher entre um método ou outro de avaliação, segundo Andrade *et al.* (2013), é a possibilidade de que os relatórios contábeis evidenciem lucros mais elevados, revelando indícios de uso de gerenciamento de resultados (*earnings management*), ou seja, manipulação dos números contábeis divulgando informações conforme interesse da gestão para atingir metas ou obter benefícios privados (SOUZA, *et al.*, 2013).

Diante da possibilidade de gerenciamento de resultados, advinda do amplo conjunto de critérios de mensuração e evidenciação contábil que possibilitam aos administradores escolher entre alternativas válidas com o intuito de divulgarem relatórios da forma desejada (PAULO, 2007), Murcia e Wuerges (2011) afirmam que no caso específico do *disclosure*, a existência de imperfeições de mercado como a assimetria informacional possibilita aos gestores, em muitos casos, discricionariedade na hora de decidir o que divulgar.

Alguns estudos trazem análises de gerenciamento de resultados em distintos cenários. A exemplo do estudo de Souza *et al.* (2013) que teve como escopo analisar os efeitos do fechamento de capital nos incentivos às práticas de gerenciamento de resultados de empresas brasileiras, levando em consideração os motivos divulgados pelas empresas. As evidências indicam que o fechamento de capital, em geral, influencia as práticas de gerenciamento de resultados, entretanto, não de maneira pelos os motivos investigados (voluntário ou incorporação). Dutra e Costa (2014) investigaram se há relação entre o gerenciamento de

resultados e o grau de conservadorismo de companhias abertas brasileiras. Os resultados indicam que não há diferença entre o grau de conservadorismo do resultado divulgado em comparação ao resultado não gerenciado.

Já o estudo de Macedo e Kelly (2016), que analisa os indícios de gerenciamento de resultados pelas instituições financeiras que operam no mercado brasileiro, por meio do uso das provisões para crédito de liquidação duvidosa (PCLD) como *accruals* específicos, no período de 2006 a 2012, os resultados obtidos mostraram que existem indícios de que a formação da provisão para créditos de liquidação duvidosa esteja sendo influenciada pelo nível de lucro.

Destarte, as escolhas contábeis afetam as políticas de *disclosure* voluntário corporativo (KASZNIK, 1996), um exemplo disso é o *Guidance* que conforme Brandão *et al.* (2013) “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.” Alguns desses riscos para a gestão, conforme Kasznik (1996), é de incorrer em custos de litígios judiciais com os *shareholders* ou a perda da reputação e credibilidade diante do mercado, e isso geraria incentivos para que a gestão que realiza divulgações de projeções de resultado, superavaliados ou subavaliados, se utilize das escolhas contábeis no intuito de gerenciar resultados e evitar ou suavizar erros de projeções, pois estes erros podem se tornar potencialmente prejudiciais quando, dentro do período projetado, nem todas as expectativas chegam a ser atingidas (CRUZ, et al, 2015).

Dessa forma, a seguinte hipótese de pesquisa foi levantada:

H1: Os níveis de gerenciamento de resultado entre as empresas listadas na Bovespa que divulgam *Guidance* e as empresas que não divulgam *Guidance* são diferentes.

De acordo com Healy e Wahlen (1999), apesar do conhecimento popular de que gerenciamento de resultados existe, tem sido notadamente difícil para pesquisadores documentá-lo. Por isso, uma abordagem comum é primeiro identificar as condições em que os incentivos dos gestores para gerenciar os resultados são susceptíveis de serem fortes e em seguida testar se os padrões de *accruals* inesperados ou anormais (escolhas contábeis) são consistentes com esses incentivos (HEALY; WAHLEN,1999). Dessa forma, o desenvolvimento da hipótese de pesquisa segue uma abordagem descrita por Healy e Wahlen (1999) que foram os primeiros a identificar condições em que o gerenciamento possa ocorrer, que no presente caso seria a exposição da gestão a possibilidade de incorrer em erros de projeção ao divulgar *Guidance* e isso traria incentivos para que a gestão gerencie resultados.

Kaszniak (1996), por exemplo, encontrou evidências empíricas de que gerentes que tenham projetado lucros superestimado usam positivos *accruals* discricionários para gerir lucros reportados para cima em direção ao número previsto.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo analisa as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Assim foram analisados os formulários de referência publicados no exercício de 2014 das empresas de modo a identificar quais empresas que divulgam *Guidance* e quais não divulgam, constituído assim os dois grupos que foram analisados por esse estudo. Tal procedimento permite identificar quais empresas divulgaram projeções para o ano de 2015 no formulário de referência publicado no final do exercício 2014, já que as demonstrações contábeis usadas foram as do ano de 2015 para detectar o gerenciamento de resultados de forma a delimitar esse estudo como uma análise *cross-section*.

A partir dessa leitura, foi elaborado um banco de dados com os resultados das empresas analisadas no estudo e os itens observados são os constantes no quadro 01.

Tabela 01 – Itens observados e a forma de observação

Itens observados	Forma de observação
<i>Guidance</i>	Se a empresa divulgou projeções futuras
Itens objeto da projeção	Quais itens foram projetados (receitas, lucro, entre outros)
Forma de mensuração	Se os valores estão expressos em percentual, intervalo ou número fechado.

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

A partir do levantamento das informações acima, por meio do formulário de referência das empresas, foi possível estruturar os dois grupos de empresas para posteriormente buscar as informações contábeis das mesmas através da base de dados Economática ®.

3.1 MÉTODOS USADOS

Os métodos usados no estudo abrangem o modelo de gerenciamento de resultados e a as medidas de gerenciamento de resultados, sendo apresentados a seguir.

3.3.1 Modelo de gerenciamento de resultados

Grande parte dos estudos sobre gerenciamento de resultados utiliza a metodologia da análise dos *accruals* totais decompondo-os em discricionários e não discricionários e apesar

desses dois componentes não serem diretamente observados, existem *proxies* e modelos que tentam capturá-los (PAULO, 2007).

Conforme Gietzmann (2003) pode-se medir o nível global de gerenciamento de resultados realizados pelas empresas. Isso pode ser abordado através da estimativa dos *accruals* discricionários, usando um dos modelos da família de regressões relacionados (Por exemplo, Jones, 1991). Tais modelos, consideram que o componente discricionário do *accrual* é uma *proxy* para gerenciamento de resultados e esse método, de acordo com Gietzmann (2003), captura o efeito líquido de uma grande variedade de escolhas contábeis.

Com base na possibilidade de que a gestão possa tomar decisões, com o objetivo de influenciar o lucro, que aumentem ou diminuam os *accruals* por outros motivos que não aqueles que condizem com a realidade do negócio (MARTINEZ, 2001), e sendo o *accrual* discricionário uma *proxy* agregada para o gerenciamento de resultados através de escolhas contábeis (PAULO, 2007), optou-se nesse estudo por trabalhar com um modelo de gerenciamento de resultados proposto por Paulo (2007).

O primeiro passo para operacionalizar o modelo é calcular os *accruals* totais através da seguinte formulação:

$$AT_i = LL_i - FCO_i \quad (1)$$

Em que:

AT_i = *Accrual* Total da empresa i ;

LL_i = Lucro líquido da empresa i ;

FCO_i = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i

A seguir para estimar a *proxy* para gerenciamento de resultados, *accruals* discricionários, será utilizado o modelo proposto por Paulo (2007), descrito da seguinte forma:

$$TA_i = \alpha + \beta_1 R_i + \beta_2 CD_i + \beta_3 AI_i + \beta_4 AI_i + \lambda_1 FCO_i + \lambda_2 E_i + \lambda_3 E_i^2 + \lambda_4 \Delta E_{i,t-1} + \lambda_5 D\Delta E_{i,t-1} + \lambda_6 \Delta E_{i,t-1} * D\Delta E_{i,t-1} + \lambda_7 TA_{t-1} + \varepsilon_i \quad (2)$$

TA_i = *accruals* totais da empresa i no período t ;

R_i = receitas das vendas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$;

CD_i = custos e despesas operacionais da empresa i no período t , excetuando-se as despesas financeiras e despesas com depreciação, exaustão e amortização, ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$;

AI_i = ativo imobilizado da empresa i no final do período t , ponderado pelos ativos

totais no final do período t-1;

A_{Inti}^1 = ativo intangível da empresa i no final do período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

FCO_i = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

E_i = resultado contábil da empresa i no período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

ΔE_{it-1} = variação no lucro líquido contábil da empresa i do ano t-2 para o ano t-1, ponderada pelo valor do ativo total no início do ano t-2;

$D\Delta E_{it-1}$ = variável *dummy* para indicar se existe variação negativa no lucro líquido contábil da empresa i do ano t-2 para o ano t-1, assumindo valor 1 se $\Delta NI_i < 0$, e 0 nos demais casos;

TA_{t-1} = *accruals* totais da empresa i no período t-1, ponderados pelos ativos totais no final do período t-2;

ε_i = termo de perturbação estocástica;

α , β 's, λ 's e γ 's = coeficientes estimados da regressão.

Ressalta-se que foi usado o grupo de ativos intangíveis ao em vez do ativo diferido como descrito no modelo original de Paulo (2007) devido à alteração da legislação societária através da Lei nº 11.638/07 que, dentre outras coisas, incluiu o intangível no grupo do ativo não-circulante. Outro ponto que merece destaque é a retirada de três variáveis do modelo original que são direcionadas a mensurar o gerenciamento de resultados através de atividades reais, já que o enfoque deste estudo é o gerenciamento de *accruals* discricionários.

Depois de obter a *proxy* para gerenciamento de resultados através do modelo supracitado, optou-se por usar o teste de diferenças de médias Wilcoxon-Mann-Whitne para alcançar o objetivo proposto por essa pesquisa. A vantagem de trabalhar com esse teste é que o mesmo não precisa que os pressupostos da normalidade dos dados e homogeneidade das variâncias sejam atendidos.

3.3.2 Medidas de gerenciamento de resultados

Quatro medidas foram estruturadas por Leuz *et al.* (2002) para capturar o gerenciamento de resultados em 31 países. Os autores argumentam que o uso dessas quatro diferentes medidas de gerenciamento é porque *insiders* podem exercer o seu poder discricionário ao longo de um número de diferentes dimensões. As medidas de gerenciamento

de resultados foram estruturadas para refletir o nível e a variabilidade dos lucros divulgados (LEUZ *et al.* 2002) em duas dimensões em que os administradores podem exercer a discricionariedade, ou seja, *income smoothing measures* (medidas de suavização de resultados) e *earnings discretion measures* (medidas de discricionariedade de resultados) (LOPES; TUKAMOTO, 2007). Entretanto, com base no objetivo proposto por esse estudo, optou-se por usar apenas duas das quatro medidas estruturas por Leuz *et al.* (2002) conforme descrito no Tabela 2 abaixo:

Tabela 02 – Medidas de Gerenciamento de Resultados

Medida	Descrição	Formulação	Operacionalização	Interpretação
EM ₁	Suavização de Lucros Operacionais reportados usando <i>accruals</i>	$EM_1 = \sigma(LOP) / \sigma(FCO)$	Desvio padrão do Lucro Operacional em relação ao desvio padrão do Fluxo de Caixa Operacional	Baixo valor indica maior grau de prática de gerenciamento de resultados.
EM ₂	Discricionariedade no reporte de lucros: A magnitude dos <i>Accruals</i>	$EM_2 = AT / FCO $	Taxa média do valor absoluto dos <i>accruals</i> totais e o valor absoluto do Fluxo de Caixa Operacional	Espera-se que quanto menor essa medida, <i>ceteris paribu</i> , menor o indicativo de uso de discricionariedade

Fonte: Baseado em Leuz *et al.* (2002).

A primeira medida de suavização (EM₁) visa capturar o nível com o qual os *insiders* alteram o componente “contábil” do lucro, os *accruals*, para reduzir a variabilidade dos lucros divulgados.

Por fim, a segunda medida de discricionariedade no reporte de lucros (EM₂) usa a magnitude dos *accruals* como *proxy* para a quantidade de discricionariedade exercida pelos *insiders*. Essa medida visa capturar o exercício da discricionariedade pelo gestor a fim de divulgar incorretamente o desempenho econômico da empresa em casos onde, por exemplo, busque alcançar certas metas reportando lucros superavaliados (LEUZ *et al.*, 2002).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta a descrição dos resultados e a análise do gerenciamento dos resultados.

4.1 DESCRITIVA DOS RESULTADOS

O universo desse estudo é composto por todas as empresas listadas na BM&FBovespa, que corresponde a um total de 385 empresas. Deste total, após as exclusões, restaram 241 empresas em que pode-se verificar que 57 empresas, ou seja, um percentual de 23,65% apresentam informações de *Guidance* no item 11 do Formulário de Referência no ano de 2014, como verifica-se na tabela abaixo.

Tabela 03 – Amostragem Final

TOTAL DE EMPRESAS BM&F BOVESPA	385
(-) Empresas financeiras ou com ausências de dados	144
(=) Total final da amostra	241
<i>DISCLOSURE DE GUIDANCE</i>	
Empresas que informam <i>Guidance</i>	57
Empresas que não informam <i>Guidance</i>	184

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

No estudo pode-se verificar também os tipos de projeções divulgadas nos Formulários de Referências publicados pelas empresas. Nota-se que a maior parte das empresas que fazem *disclosure* de *Guidance* evidenciam as projeções de seus lucros (inclusive dentro dessa análise projeções do EBITDA) e suas receitas em maior proporção (38,60%, ambas), percebe-se que outro tipo de projeção também significativo é o CAPEX (*Capital Expenditure*) divulgado numa porcentagem de 28,07% das empresas. Um dado bastante representativo na análise desses dados é o surgimento de outras projeções em grande quantidade (47,37%), projeções essas que abordam Produção, Investimentos, Margem EBITDA, Alavancagem, Fluxo de Caixa, entre exemplos.

Tabela 04 –Tipo de Projeção

Lucro	38,60%
Receita	38,60%
Despesa	14,03%
Custo	8,77%
Capex	28,07%
Outros	47,37%

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

Averiguou-se também nos dados em análise a forma como as projeções são publicadas pelas empresas, na tabela abaixo percebe-se que as empresas divulgam suas projeções em maior proporção na forma de Valor fechado (63,15%), seguidas por Porcentagem (28,07%) e Intervalo (17,57%).

Tabela 05 – Forma de Projeção

Valor	63,15%
Porcentagem (%)	28,07%
Intervalo	17,54%

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

Por fim, a tabela a seguir trás a estatística descritiva. A amostra final foi de 241 empresas, incluindo apenas companhias não financeiras listadas na Bovespa.

Tabela – 06 – Descritiva das variáveis

PAINEL A – Variáveis do Modelo				
Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
R	0.7720518	1.158032	0.0001133	14.18105
CD	0.2701552	0.3183931	-0.2862406	2.158504
AI	0.313601	0.9621459	0	14.16998
AInt	0.1392487	0.3074799	0	3.639572
FCO	0.746381	0.0919081	-0.1100411	0.5853412
E	-0.0076758	0.1759566	-1.515991	1.452826
E ²	0.0308912	0.2028769	3.51e-08	2.298229
$\Delta E_{i,t-1}$	8.56e-09	0.0000122	-0.0000712	0.000123
$D\Delta E_{i,t-1}$	0.5477178	0.4987536	0	1
$\Delta E_{i,t-1} * \Delta E_{i,t-1}$	-1.53e-06	6.59e-06	-0.0000712	0
TA_{t-1}	-0.8601898	7.17985	-106.2284	13.71788

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

Como esperado, a descritiva mostrada a heterogeneidade dos dados, que mesmo ponderados pelos ativos totais com intuito de diminuir o efeito escala, apresentam, exceto da variável FCO, desvios padrões elevados em relação à média.

4.2 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A estimação dos *accruals* discricionários foi feita através do Modelo de Paulo (2007) e os resultados são evidenciados na Tabela abaixo.

Tabela 05 - Regressão modelo *Accruals* Totais

PAINEL A					
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Intervalo de Confiança	
R	-128020,7	379863	-0,34	-876494,2	620452,8
CD	144923	766579,2	0,19	-1365527	1655373
AI	-759008,7	1162937	-0,65	-3050434	1532416
AInt	-251034,6	722111,4	-0,35	-1673866	1171797
FCO	-2296346	3603675	-0,64	-9396945	4804253
E	5162718	3604180	1,43	-1938876	1,23E+07
E ²	3096748	4793803	0,65	-6348853	1,25E+07

$\Delta E_{i,t-1}$	-2,33E+10	1,08E+11	-0,22	-2,36E+11	1,90E+11
$D\Delta E_{i,t-1}$	239282,6	710003,5	0,34	-1159692	1638257
$\Delta E_{i,t-1} * \Delta E_{i,t-1}$	-1,93E+10	1,15E+11	-0,17	-2,46E+11	2,08E+11
TA_{t-1}	1110348***	249350,4	4,45	619034	1601663
Constante	-293381,6	511766,7	-0,57	-1301755	714991,8

PAINEL B

Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,8051	teste F	2,44
R2	0,7958	Prob>F	0,0067
Nº de Obs	241		

R receitas das vendas líquidas; CD custos e despesas operacionais, excetuando-se e despesas com depreciação, exaustão e amortização; AI ativo imobilizado; AInt ativo intangível; FCO fluxo de caixa operacional obtido na Demonstração do Fluxo de Caixa;

E resultado contábil; $\Delta E_{i,t-1}$ variação no lucro líquido contábil do ano t-2 para o ano t-1; $D\Delta E_{i,t-1}$ variável *dummy* para indicar se existe variação negativa no lucro líquido contábil da empresa i do ano t-2 para o ano t-1, assumindo valor 1 se $\Delta NI_i < 0$, e 0 nos demais casos; $\Delta E_{i,t-1} * \Delta E_{i,t-1}$ produto da multiplicação da variação no lucro contábil do ano t-2 para o ano t-1 e a variável *dummy*; TA_{t-1} *accruals* totais. ***Significativo a 1%.

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

Conforme resultado do teste Jarque Bera a regressão não apresenta normalidade na distribuição dos resíduos, porém esse pressuposto pode ser relaxado com base na Teoria do Limite Central. Os resíduos são heterocedásticos de acordo com o teste de White, por isso a regressão foi feita estimando o erro padrão robusto de White em que é estimada uma matriz de variância e covariância robusta. Analisando o fator de inflação da variância (VIF) foi detectado multicolinearidade moderada entre as variáveis explicativas já que os resultados ficaram no intervalo $1 < VIF < 5$.

O modelo como um todo é significativo a 1% conforme teste F, porém de forma individual apenas a variável *accruals* totais de t-1 é significativa ao nível de 1% conforme teste t. Com a estimação do modelo obteve-se os resíduos que conforme Paulo (2007) seriam os *accruals* discricionários que foram usados no teste de médias de diferenças de médias a seguir.

Tabela 07 – Teste de Wilcoxon-Mann-Whitne

Variável	Obs	Z	Pr > Z
Resíduos	241	3,918	0,0001

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

Conforme resultado do teste não paramétrico de *Wilcoxon-Mann-Whitne*, ao nível de 1% rejeita a hipótese nula de que os níveis de gerenciamento de resultado entre as empresas listadas na Bovespa que divulgam *Guidance* e as empresas que não divulgam *Guidance* são iguais.

Por fim, como mensuração adicional para o gerenciamento de resultados usou-se duas métricas, das quatro estruturadas por Leuz *et al.* (2002), em que EM₁ é *income smoothing measures* e a EM₂ *earnings discretion measures*. Para o cálculo dessas métricas, descrito na Tabela 02, foram coletados dados no Economática do ano de 2010 ao ano de 2015, assim como a amostra final ficou em 229 empresas sendo 55 empresas que divulgam *Guidance* e 174 empresas que não divulgam.

Utilizando o teste de Wilcoxon-Mann-Whitne foi verificado que o resultado encontrado usando essas métricas de gerenciamento de resultados é consistente com o resultado usando o *accruals* discricionário como *proxy* para o gerenciamento de resultados.

Tabela 08 – Segundo teste de Wilcoxon-Mann-Whitne

Variável	Obs	Z	Pr > Z
EM ₁	228	-2.397	0.0165
EM ₂	228	-3.873	0.0001

Fonte: Autores a partir de dados da pesquisa

Assim, ao nível de 5% rejeita-se a hipótese nula de que os níveis de gerenciamento de resultados entre as empresas listadas na Bovespa que divulgam *Guidance* e as empresas que não divulgam *Guidance* são iguais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi verificar empiricamente se as empresas que divulgam o *Guidance*, comparativamente as que não divulgam, gerenciam os resultados contábeis para atingir ou minimizar o erro que pode ocorrer nas projeções. Com base em achados de Kasznik (1996) de que gerentes que tenham projetado lucros superestimados usam positivos *accruals* discricionários para gerir lucros reportados para cima em direção ao número previsto.

Os resultados encontrados indicam que há diferenças no uso dos *accruals* discricionários entre as empresas que divulgam *Guidance* e as que não divulgam, esse achado sugere que práticas de gerenciamento de resultados são distintas entre esses dois grupos. O mesmo resultado foi encontrado usando o procedimento adicional pelas métricas de gerenciamento de resultado por suavização ou discricionariedade. Assim, pondera-se que essas evidências implicam a existência da possibilidade de que esse tipo de divulgação voluntária origine incentivos para que a gestão gerencie resultados visando diminuir ou evitar os erros de projeções que podem colocar sua credibilidade em cheque perante o mercado.

As limitações do estudo se dão pela quantidade de empresas que divulgaram *Guidance* no mercado brasileiro, apesar de pesquisas indicando que há uma crescente aderência das empresas ao uso desse tipo de divulgação. Outra limitação, é o uso de dados financeiros referentes apenas a um exercício para estimar a *proxy* para gerenciamento de resultados, os *accruals* discricionários. Por fim, sugere-se que futuras pesquisas abordem um espaço temporal maior, identificando para todos os anos quais empresas divulgam *Guidance*, bem como utilizar procedimentos metodológicos alternativos para mensurar o gerenciamento de resultados tentando também identificar nível ou sentido, positivo ou negativo, dessa prática.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, M. E. M. C.; SILVA, D. M.; MALAQUIAS, R. F. Escolhas contábeis em propriedades para investimento. **Revista Universo Contábil**, FURB, Blumenau, v. 9, n. 3, p. 22-37, jul./set., 2013.
- ANHALT, A. A. *Guidance*: entre o risco e a segurança. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 31-33, abr. 2007.
- ANILOWSKI, C; 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: 30 fev. 2016.
- 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**. São Paulo: USP, 2011.
- BRANDÃO, I. F.; ASSUNÇÃO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 10, n. 21, p. 87-114, 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>.
- CABRAL, E. Ibri inicia discussão sobre guidance no Brasil. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 20-22, abr. 2007.
- CHENG, M.; SUBRAMANYAM, K. R.; ZHANG, Y. *Earnings guidance and managerial myopia*. Working Paper, University of Southern California, 2005.
- 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. Disponível em: <<http://www.codim.org.br/elaborados.asp>>. Acesso em: 25 jul. 2016.
- CRUZ, N. V. S.; FILHO, J. M. D.; FILHO, J. B. C.; FREIRES, F. G. M. *Disclosure de Guidance e Desempenho das Firms Listadas na BM&FBOVESPA*. **Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**. Monte Carmelo, v.2, n.2, p. 47-64, 2º sem./2015.

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. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\inst\inst480.htm>>. Acesso em: 25 jul. 2016.

DUTRA, E. S.; COSTA, F. M. **A relação entre gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras**. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. São Paulo, v.7, n.1, p. 149-170, 2014.

DYE, R. A. *An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 1, p. 181-235, Dec. 2001. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6).

FIELDS, T.; LYS, T.; VICENT, L. *Empirical research on accounting choice*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 255-307, 2001. doi:10.1016/S0165-4101(01)00028 3

FIRB. *Financial Investor Relations Brasil. Qualificando guidance*. 2007. Disponível em:<http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/Guidance/FIRB_Arleu.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2016.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis na Companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. v.9, n. 1, p. 41-52, jan/mar.2012.

FRANCIS, Jennifer. *Discussion of empirical research on accounting choice*. *Journal of Accounting and Economics*, 31, p. 309-319, 2001.

GIETZMANN, M. *Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4):599-634 · May 2005

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. *A review of earnings management literature and it's implications for standard setting*. *Accounting Horizons*, v.13, n.4, p.365-383, Dec. 1999.

HEALY, P. M; PALEPU, K. G.; **Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A reviews of the empirical disclosure literature**. Graduate School of Business, Harvard University, Boston, M A 02446, USA.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LEFTWICH, Richard W. *The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring*. *Journal of Accounting and Economics*, North-Holland, v. 5, p. 77-117, Jun. 1983.

HOUSTON, J. F.; LEV, B.; TUCKER, J. W. **To guide or not to guide? Causes and consequences of stopping and subsequently resuming earnings guidance**. *Contemporary Accounting Research*, vol. 27, p.143-185, 2010.Disponívelem: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1911-3846.2010.01005.x/full>>. Acesso em: 31 jul. 2016.

HSIEH, P; KOLLER, T.; RAJAN, S. R. **The misguided practice of earnings guidance**. *McKinsey on Finance*, March 2006. Disponível em: <http://www.mckinseyquarterly.com/The_misguided_practice_of_earnings_guidance_1759>. Acesso em: 30 jul. 2016.

HSIEH, P; KOLLER, T.; RAJAN, S. R. *Guidance: a desorientada prática de orientação de lucros*. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 10-12, abr. 2007.

IBRI. **Instituto Brasileiro de Relações com Investidores**. 5ª enquete Ibri: guidance. São Paulo: Ibri, 2007. Disponível em:

<www.ibri.com.br/download/enquete/IBRI_Enquete_5_Guidance.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2016.

KASZNIK, R. '*Financial Reporting Discretion and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from the Software Industry*', Working paper, Stanford University. 1996.

LEUZ, Christian *et al.* *Investor protection and earning management: an internacional comparison*. 2002. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 15 jul. 2016.

LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **R.Adm.**, São Paulo, v.42, n.1, p.86-96, jan./fev./mar. 2007.

MACEDO NETO, H., *et al.* Fatores incentivadores da publicação de guidance pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o pronunciamento de orientação nº 04/2008 do Codim. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, n. 36, 2012, Rio de Janeiro. **Anais**. Rio de Janeiro: Anpad, 2012.

MACEDO, M. A. S.; KELLY, V. L. A. Gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil: uma análise com base em provisões para crédito de liquidação duvidosa. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, ISSN 2318-1001, João Pessoa, v. 4, n. 2, p. 82-96, maio/ago. 2016.

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

MARTINEZ, Antônio L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

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: Acesso em: 18 mar. 2014.

MEEK, G. K., ROBERTS, C. B. & GRAY, S. J. *Factors influencing voluntary anual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations*. **Journal of International Business Studies**, 26(3), 555-72, 1995.

MURCIA, F. D. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**, 2009. 182 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de 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.

MURCIA, F. D.; WUERGES, A. Escolhas Contábeis no Mercado Brasileiro: Divulgação Voluntária de Informações *versus* Gerenciamento de Resultados. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n.2, p.28-44, abr./jun., 2011.

PAULO, E. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 269f. Tese

(Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PAULO, E.; ANTUNES, M. T. P.; FORMIGONI, H. Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n.3, 2008.

RIBEIRO, B. **Codim divulga orientações para padronizar a prática de "guidance" entre as empresas**. Valor online, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2008/04/17/ult1913u87122.jhtm>>. Acesso em: 30 jul. 2016.

ROGERSS, J.L; SKINNER, D.I; VAN BUSKINK, A. *Earnings Guidance and Market uncertainty*. **Journal of Accounting y Economics**, v.48, n.1, p. 90-109, oct. 2009.

RONEN, TAVY, and Varda Lewinstein YAARI. 2002. *On the tension between full revelation and earnings management: A reconsideration of the revelation principle*. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 17, 4 (Fall): 273-294.

SOUZA, J.A. S. et al., Determinantes e consequências do fechamento de capital nas práticas de gerenciamento de resultados. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v.1, n. 1, p. 38-57, jan./jun. 2013.

VERGILI, R. **Codim divulga pronunciamento sobre guidance**. Revista RI, nº 121, p. 32, abril 2008.

VERRECCHIA, R. *Essays on disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p.97-180, 2001.