

# Evidenciação de projeções de resultados futuros: benefício ou custo aos acionistas

**André Folster** (UFSC) - andrefolsterr@gmail.com

**Raphael Vinicius Weigert Camargo** (UFSC) - raphaelvin@hotmail.com

**Ernesto Fernando Rodrigues Vicente** (UFSC) - ernesto.vicente@ufsc.br

## **Resumo:**

*Este estudo teve como objetivo identificar a associação entre características de governança corporativa e o otimismo presente na divulgação de projeções de resultados futuros (guidance) por meio do Formulário de Referência. Desta forma, a amostra foi composta por 37 empresas que divulgaram projeções no ano de 2013, que poderiam ser comparáveis com outras organizações. Desta forma, estas projeções foram tratadas para verificar o relacionamento da governança corporativa com o grau de otimismo e a distância entre valores projetados e realizados. Os resultados demonstraram que a probabilidade de otimismo diminui com a presença de maior quantidade de Blockholders como acionistas ordinários; quando o presidente do Conselho de Administração é um insider; empresas maiores; e, com maior Passivo Não Circulante. Quanto ao intervalo entre valores projetados e realizados, as empresas com maior proporção de conselheiros externos; com maior quantidade de Blockholders e com Participação do Governo como acionista ordinário; empresas maiores; e, a presença de otimismo, tendem a apresentar variações mais elevadas. Estes resultados podem sugerir que para algumas projeções, a composição acionária da empresa e do conselho de administração são fatores que influenciam para a qualidade das previsões evidenciadas.*

**Palavras-chave:** *Guidance; Projeções de Resultados Futuros; Governança Corporativa; Conselho de Administração; Custos Acionistas.*

**Área temática:** *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

## **Evidenciação de projeções de resultados futuros: benefício ou custo aos acionistas**

### **Resumo**

Este estudo teve como objetivo identificar a associação entre características de governança corporativa e o otimismo presente na divulgação de projeções de resultados futuros (*guidance*) por meio do Formulário de Referência. Desta forma, a amostra foi composta por 37 empresas que divulgaram projeções no ano de 2013, que poderiam ser comparáveis com outras organizações. Desta forma, estas projeções foram tratadas para verificar o relacionamento da governança corporativa com o grau de otimismo e a distância entre valores projetados e realizados. Os resultados demonstraram que a probabilidade de otimismo diminui com a presença de maior quantidade de *Blockholders* como acionistas ordinários; quando o presidente do Conselho de Administração é um *insider*; empresas maiores; e, com maior Passivo Não Circulante. Quanto ao intervalo entre valores projetados e realizados, as empresas com maior proporção de conselheiros externos; com maior quantidade de *Blockholders* e com Participação do Governo como acionista ordinário; empresas maiores; e, a presença de otimismo, tendem a apresentar variações mais elevadas. Estes resultados podem sugerir que para algumas projeções, a composição acionária da empresa e do conselho de administração são fatores que influenciam para a qualidade das previsões evidenciadas, logo, para o acionista, estas propriedades mitigam seus custos, pois geram maiores benefícios.

Palavras-chave: Guidance; Projeções de Resultados Futuros; Governança Corporativa; Conselho de Administração; Custos Acionistas.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

### **1 INTRODUÇÃO**

As divulgações financeiras são as principais fontes de informação que os agentes externos podem ter sobre o desenvolvimento de uma entidade. Estas, quando realizadas de forma sensata ajudam na diminuição dos conflitos de agência ao passo que diminuem a assimetria de informações, no entanto, quando realizadas com outros propósitos específicos, pode enganar seus acionistas e demais interessados (KARAMANOU; VAFEAS, 2005).

As empresas listadas em bolsa de valores têm seu capital diluído, com diversos proprietários, e por esse motivo, não é possível que todos estes proprietários façam parte da administração, porém, devem ser lembrados e resguardados os seus interesses na entidade. Nos Estados Unidos, assim como em outros países, normalmente, os acionistas designam gerentes para administrarem o seu capital da melhor maneira possível, de acordo com os seus interesses (AJINKYA, BHOJRAJ, SENGUPTA, 2005). Já no Brasil, o capital das empresas não é tão pulverizado e geralmente há um controlador, um acionista majoritário que administra a empresa, que obtém mais da metade das ações ou uma porção superior aos demais.

No entanto, no Brasil e nos Estados Unidos há o administrador (agente) que gerencia e acompanha todas as situações e toma as decisões da entidade e há, também, o acionista que investe na entidade (principal), mas não participa da gestão e só conhece as informações que o agente evidencia. Com esses aspectos é possível perceber a diferença no nível de informações entre proprietário e administrador, o que torna possível a existência de conflitos entre os dois.

O conflito entre o principal (acionistas) e o agente (administrador) é reconhecido pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) no qual ocorre devido aos diferentes interesses entre as partes da entidade.

Exemplo da existência do conflito de agência são os escândalos ocorridos no início dos anos 2000 nas quais os acionistas não possuíam conhecimento dos problemas de suas empresas. Na intenção de diminuir a obscuridade dos acionistas foi criada nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley com o intuito de resguardar os interesses destes, dando-lhes a oportunidade de se aproximar do gerenciamento da empresa. Neste sentido, a *New York Stock Exchange* (NYSE) aprovou, na mesma década, normas com regras de governança corporativa, as quais possuíam como um dos pontos centrais o comitê de auditoria (KARAMANOU; VAFEAS, 2005).

Contudo, o cuidado com a qualidade dos relatórios financeiros já havia sido tratado em 1999, com a iniciativa conjunta das bolsas de valores americanas surgiu o *Blue Ribbon Committee's* (1999). Este tinha como premissa um código de boas práticas para o funcionamento dos comitês de auditoria. O mesmo trata da inter-relação entre a qualidade dos relatórios financeiros e alguns fatores que compõem a empresa, entre estes: o comitê de auditoria, conselho de administração, gestores financeiros seniores, auditores externos e controles internos.

No mesmo período, em 1999, no Brasil, foi lançado, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, com o objetivo de melhorar as práticas de Governança Corporativa no Brasil (IBGC). Um ano após a criação do código, a bolsa de valores brasileira, BM&FBOVESPA, lançou os níveis diferenciados de governança (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). Destes, o nível denominado Novo Mercado é o segmento com maior nível de exigências. Os mecanismos de governança auxiliam na proteção da empresa e de seus acionistas contra surpresas indesejadas. As evidenciações voluntárias são formas de manter a transparência junto aos investidores.

Desta forma, as previsões de resultados futuros podem trazer perspectivas e demonstrar o cenário que a administração espera obter para o futuro da empresa. No entanto, por essa publicação ser voluntária, existe o questionamento de quais motivos que os gestores têm para que seja realizada essa divulgação. A Teoria do *Disclosure* Discricionário descreve que a opção por evidenciações voluntárias passa pela análise dos gestores quanto aos retornos benéficos, ou seja, se os benefícios gerados serão maiores que os custos (VERRECCHIA, 2001).

Neste sentido, a decisão de divulgar informações de maneira voluntária pode estar relacionada a um problema resultante da assimetria informacional em que ocorre a divulgação de informações excessivamente otimistas e inalcançáveis ou até mesmo pessimistas com o intuito de despistar concorrentes, atitudes capazes de tornar a decisão dos usuários desacertada e que possa resultar em fracasso.

Porém, pela ótica dos acionistas, quanto mais informações estiverem disponíveis, melhor será seu conhecimento e suas decisões em relação à empresa, isto, quando as informações são úteis e não enviesadas. Neste contexto, alguns estudos apontam que a qualidade das projeções publicadas está associada às variáveis de governança corporativa. Desta forma, tem-se a seguinte Questão de Pesquisa: **Quais são as características de governança corporativa relacionadas ao otimismo das previsões de resultados futuros divulgadas pelas empresas da BM&FBOVESPA?** Para responder a esta questão, tem-se como objetivo identificar as características de governança corporativa que estejam relacionadas ao otimismo das previsões de resultados futuros divulgados pelas empresas da BM&FBOVESPA.

A presente pesquisa tem o intuito de verificar a contribuição aos usuários promovida pelas práticas de governança corporativa na obtenção de informações que os ajudem a ter as

melhores evidenciações. Para isto, tem como objeto as publicações de projeções que possam ser comparáveis entre empresas.

A preocupação dada à governança corporativa não é em vão. O estudo realizado por Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) afirma que os mecanismos de governança, que foram medidos pelo percentual de conselheiros externos e pela participação institucional, estão associados ao otimismo tendencioso, como também os resultados de Karamanou e Vafeas (2005), que testam os mecanismos de governança através do conselho de administração e o comitê de auditoria, encontraram associações com as previsões emitidas, tanto na decisão de evidenciar como no alcance. No presente trabalho, é abordado conjuntamente o conselho de administração, comitê de auditoria, estrutura de propriedade e outros fatores que ajudam na avaliação dos mecanismos de governança corporativa, o que faz com que este se diferencie dos anteriores.

Desta forma, este estudo tem como contribuição teórica a geração de conhecimento sobre as projeções de resultados futuros, junto ao desenvolvimento da literatura de contabilidade financeira. Na prática, contribui para que, controladores (diretores, acionistas majoritários) e preparadores das demonstrações, entendam a composição necessária da estrutura de governança para obter melhora na acurácia das previsões. Quanto à sociedade interessada, contribui para que identifiquem as variáveis de governança que estão relacionadas à informações mais confiáveis e menos enviesadas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Evidenciação Voluntária

A Teoria do *Disclosure* Discricionário tratada por Verrecchia (2001) discute sobre a opção dos gestores de quando divulgar informações que não são obrigatórias. Dentre estas discussões, as informações retidas são tratadas pelos compradores (no caso, os acionistas) como informações desfavoráveis. Desta forma, o comprador faz com que o preço do produto diminua até o nível que divulgar a informação seja mais favorável do que desfavorável. Assim, a evidenciação trará mais benefícios do que custos, e, conseqüentemente, a divulgação se torna favorável.

A intenção do gestor é um ponto importante, quando a intenção é de maximizar a captação de recursos no mercado, mesmo com a existência de custos, estes são objeto de uma avaliação, da qual, quando informações mais detalhadas forem favoráveis para o valor de mercado as informações são divulgadas, porém quando estas informações detalhadas são desfavoráveis elas são retidas.

Desta comparação entre o que é considerado favorável ou desfavorável, para a empresa, entra a figura dos *stakeholders* que precisam de informações que estão em posse dos gestores, por terem maior proximidade com as atividades operacionais (NAGAR; NANDA; WYSOCKI, 2003). Pode-se perceber assim a existência de assimetria de informações entre agentes (gestores) e principal (acionistas), que por consequência pode resultar em um conflito de interesses. O conflito de interesse, discutido pela teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), surge quando os gestores não tomam as melhores decisões voltadas para os interesses dos acionistas.

A decisão da evidenciação (ou não) de uma empresa fica dentro de duas perspectivas, a primeira com a divulgação voluntária realizada no intuito de diminuir o conflito de agência e dar mais substância ao conhecimento dos *stakeholders* para que tenham suas próprias conclusões. A este respeito, cumpre salientar que os gestores não têm obrigação de evidenciar informações de natureza voluntária. Pela segunda, pode ser vista como uma evidenciação que

trará custos para a entidade e até mesmo para os gestores e que os fará com que os *stakeholders* se limitem às informações compreendidas pelas exigências das normas.

Entretanto, além destes conflitos, o estudo realizado por Eng e Mak (2003) demonstrou que a estrutura de propriedade e a composição do conselho de administração influenciam na divulgação voluntária. Neste sentido, a maior concentração de ações em posse dos gestores mostrou menores divulgações e a posse por parte do governo apresentou aumento nas divulgações voluntárias. E para a composição do conselho, o aumento de diretores externos apresentou redução na divulgação.

Outros estudos demonstram a influencia de diversas variáveis na opção da divulgação (ou não) de informações voluntárias. O trabalho realizado por Karamanou e Vafeas (2005), mostra que empresas que tem o conselho de administração com maior proporção de conselheiros externos e com mais reuniões, com o comitê de auditoria com maior proporção de membros externos e com experiência em finanças estão mais propensas a divulgarem previsões e estas previsões serem feitas através de intervalos entre valores máximos e mínimos.

Em linha com o estudo de Karamanou e Vafeas (2005) e com achados adicionais, Ajinkya, Bhojraj, Sengupta (2005) encontraram que empresas com maiores proporções de conselheiros externos e com maior participação institucional estão mais propensas a emitirem previsões e, conseqüentemente, as acertarem com maior frequência.

Desta forma, as evidenciações voluntárias são de interesse de todos os *stakeholders*, principalmente dos acionistas, no entanto, devem ser feitas de forma ampla e coerente para que ao serem avaliadas, não sejam erroneamente interpretadas e não induzam seus usuários ao engano (AICPA, ARS nº1, 1961).

## 2.2 Projeções (*Guidance*)

A publicação das projeções é umas das evidenciações voluntárias, desta forma a sua divulgação também é discutida, como explanado no tópico anterior, os gestores podem utilizar critérios para que sejam (ou não) evidenciadas. Por este motivo, as projeções são foco de investigação acadêmica na área de Contabilidade. Como descrito por Lansford, Lev e Tucker (2013), influentes organizações solicitaram às empresas que cessassem as projeções de lucro.

No entanto, Karamanou e Vafeas (2005) ressaltam que a sensata evidenciação financeira, mitiga a assimetria de informações que é estabelecido entre os acionistas e os gestores. Entretanto, a divulgação enviesada pode trazer prejuízos para quem a utiliza, como exemplo, podem ser citados os escândalos envolvendo os relatórios contábeis que lesou diversos usuários.

Para que não ocorra o prejuízo dos acionistas e de outros interessados, são postos em prática mecanismos de governança que têm o intuito de diminuir o conflito de agência e não deixar que os gestores favoreçam seus interesses em detrimento do interesse dos acionistas. Em relação às projeções, alguns estudos apontam que características ligadas à governança corporativa, como a independência dos membros do conselho de administração (AJINKYA, BHOJRA, JSENGUPTA, 2005, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, KWAK; RO; SUK, 2012, TINAIKAR, 2012), os membros do comitê de auditoria (LIU; ZHUANG, 2011, KARAMANOU; VAFEAS, 2005) e *expertise* em finanças (BÉDARD; CHTOUROU; COURTEAU, 2004) influenciam na qualidade das projeções, como também a estrutura de capital, a presença de ações do governo (ENG; MAK, 2003), de capital institucional (AJINKYA, BHOJRA, JSENGUPTA, 2005) e de *blockholders* (ENG; MAK, 2003).

A preocupação com a forma de evidenciação das projeções e os mecanismos de governança corporativa, que teoricamente, diminuem as chances de manipulação de dados é autêntica, tendo em vista que, o trabalho realizado por Rogers e Stocken (2005) concluiu que os incentivos dos gestores em deturpar as informações variam de acordo com a capacidade do mercado de detectá-las. Entretanto, as projeções podem ajudar nas decisões dos usuários e se torna mais um objeto de análise, cabe a cada usuário analisar se lhe convém.

## **2.3 Governança Corporativa**

As medidas de boas práticas de governança corporativa são adotadas, pelas empresas, no sentido de melhorarem a qualidade da divulgação financeira. Estas práticas valorizam os acionistas e passam maior credibilidade. Evidências empíricas mostram que a composição do conselho de administração e do comitê de auditoria, como também o número de integrantes e a quantidade de encontros realizados pelos mesmos influenciam positivamente na qualidade das demonstrações. A estrutura de capital é outro foco estudado. A participação de capital institucional, governamental e de *Blockholders* apresentam influências nas evidenciações realizadas pelas empresas.

Estudos anteriores apontam que uma melhor qualificação de governança corporativa está associada a diminuição da assimetria de informações. Neste sentido, quando os acionistas estão com maior risco de sofrer perdas, as empresas melhor qualificadas, em questão de governança, estão mais propensas a emitirem informações de más notícias, protegendo seus acionistas. Quando se trata de uma boa notícia, a *expertise* no comitê de auditoria influencia na divulgação das mesmas (KARAMANOU; VAFEAS, 2005). Desta forma, Ajinkya, Bhojraj, Sengupta (2005) citam que os mecanismos de governança implicam em monitoramento da gestão e na proteção de interesses dos acionistas.

### **2.3.1 Conselho de Administração**

O conselho de administração é um dos mecanismos que contribuem para supervisionar, de forma independente, as ações dos gestores (COHEN; KRISHNAMOORTHY; WRIGHT (2002). Para manter a independência é recomendado que membros externos façam parte do conselho. No entanto, conforme Vafeas (1999), a presença inconstante dos membros externos é criticada, pois a sua interação com empresa se torna limitada, e para medir o grau de monitoramento o autor verifica a quantidade reuniões do conselho realizadas ao longo do ano.

Alguns estudos anteriores documentam a interação entre o conselho de administração e a qualidade das informações evidenciadas pela empresa. Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) encontram que a maior participação de membros externos está associada à frequência de divulgação de *guidance* e estas são mais propensas a serem atingidas. Os resultados apresentado por Eng e Mak (2003) mostram que o aumento na proporção de diretores externos diminui as divulgações voluntárias, porém, aumenta a independência e o monitoramento sobre os gestores. Neste sentido, Tinaikar (2012) afirma que com os membros externos há uma diminuição de custos em um ambiente de conflitos e, ainda, seus resultados mostram que há associação positiva com a proporção de membros externos com a precisão e a frequência da evidenciação de *guidance*.

### **2.3.2 Comitê de Auditoria**

A função do comitê de auditoria está associada à supervisão das ações da diretoria, neste sentido, fiscaliza e ajuda a atingir as conformidades legais e éticas na organização. A supervisão do comitê está voltada à garantia da qualidade nas políticas contábeis, nos

controles internos e na independência da auditoria externa, impedimento de fraudes, antecipação de riscos e garantia da qualidade nas divulgações financeiras para o público interessado (BLUE RIBBON COMMITTEE ON IMPROVING THE EFFECTIVENESS OF CORPORATE AUDIT COMMITTEES, 1999).

Após os escândalos das empresas americanas envolvendo as demonstrações contábeis, foi criada a Lei Sarbanes-Oxley em 2002. Esta exige que pelo menos um membro do comitê de auditoria tenha experiência financeira, todos os membros sejam independentes e que o comitê supervisione os aspectos já citados.

Neste sentido, alguns estudos empíricos buscaram verificar a eficiência da atuação do comitê de auditoria e a variação de suas características. O estudo realizado por Bédard, Chtourou e Courteau (2004), mostra que um comitê de auditoria totalmente composto por membros externos, com no mínimo um especialista em finanças e sem ligações familiares está negativamente associado ao gerenciamento de resultados agressivos, o que sugere, desta forma, demonstrações mais confiáveis.

No mesmo caminho, Abernathy et al. (2013) encontrou uma associação significativa entre a *expertise* em contabilidade financeira e a precisão das previsões emitidas por analistas, o que denota a qualidade e a confiança nas demonstrações destas empresas.

### 2.3.3 Estrutura de Capital

Estrutura de capital, que também é chamada de estrutura de propriedade, é a composição do quadro societário da empresa. A importância desta estrutura para os investidores é o nível de cobrança por melhores demonstrações e a quantidade delas. Neste sentido, a estrutura de capital pode ser composta por ações dos gerentes, investidores institucionais, participações do governo e por *blockholders* (acionistas com cinco por cento, ou mais, das ações ordinárias). Com aumento da participação acionária destes investidores, com exceção dos gerentes, a tendência da evidênciação é aumentar para que os envolvidos controlem as ações dos gerentes.

O resultado da pesquisa realizada por Eng e Mak (2003) mostra que a evidênciação está associada com poucas ações ordinárias dos gerentes e com significativa participação do governo e, no entanto, a participação de *blockholders* não é significativa para as divulgações. Neste sentido, a propriedade de ações por investidores institucionais se mostra significativa para a emissão de projeções e pela acurácia dos acertos (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, KARAMANOU; VAFEAS, 2005). Desta forma pode-se observar que com a participação acionária destes agentes os gestores são mais precisos em suas projeções e suas demonstrações são de melhor qualidade.

## 2.4 Estudos Similares

A divulgação de projeções de resultados futuros (*guidance*) é uma das abordagens de estudo relacionadas às divulgações voluntárias. Neste sentido, a literatura é composta por estudos com diferentes abordagens, desde a identificação de características da divulgação até a avaliação de associações entre características relativas às divulgações efetuadas e características da empresa como desempenho, governança e outras. Desta forma, neste tópico são apresentados estudos que objetivaram investigar a relação entre a divulgação de projeções com as variáveis relativas às boas práticas de governança corporativa.

O estudo de Eng e Mak (2003) analisou os impactos da proporção de ações em propriedade de gestores, do governo e de *blockholders* e o percentual de conselheiros independentes no conselho de administração. Para tal utilizou uma amostra com 158 empresas listadas na bolsa de valores de Cingapura. Os achados demonstram que a menor participação

acionária de gestores e a maior participação acionária do governo aumenta a chance de divulgação. A participação de *blockholders*, não apresenta relações com a divulgação. Ademais, a maior independência do conselho de administração faz com que haja mais divulgação de informações tanto financeiras como não financeiras. Contudo, o estudo não buscou avaliar associações com a acurácia destas divulgações.

Entretanto, o estudo realizado por Bédard, Chtourou e Courteau (2004) investigou se as características do comitê de auditoria influenciam na qualidade das informações financeiras publicadas. Para isto, investigou-se a relação entre a experiência, independência e o nível de responsabilidade do comitê de auditoria com os gerenciamentos de resultados agressivos. Como resultados, obteve-se que o gerenciamento de resultado agressivo está associado negativamente com a experiência, independência e a responsabilidade do comitê de auditoria. Estes achados reforçam a ideia de que a participação de membros externos com experiência nos comitês de auditoria aumenta a qualidade das evidenciações.

Na pesquisa de Ajinkya, Bhojraj, Sengupta (2005) foi investigada a relação entre a composição do conselho de administração com membros externos e a participação de investidores institucionais e características da divulgação de previsões com uma amostra de empresas americanas que abrange o período de 1997 a 2002. Desta forma, os autores encontraram que a proporção de membros externos e a maior propriedade institucional estão positivamente associadas com a ocorrência de projeções, e ainda, que estas são mais específicas e precisas. Concluiu-se, também, que os mecanismos de governança estão negativamente associados com o otimismo nas projeções.

Já o trabalho realizado por Karamanou e Vafeas (2005) buscou verificar, como estão associados o conselho de administração e o comitê de auditoria com a prática de divulgação financeira voluntária, para isso, utilizou as previsões emitidas como *proxies* para estas divulgações. Utilizou-se de uma amostra de 275 empresas com previsões evidenciadas no período entre 1995 e 2000. Os resultados mostram que empresas com conselho de administração mais independente e com comitê de auditoria com membros independentes e com *expertise* em finanças são mais propensas a emitirem previsões e estas serem representadas por uma faixa de valores mínimos e máximos, e desta forma, são mais alcançáveis. Estes achados corroboram os resultados apresentados por Ajinkya, Bhojraj, Sengupta (2005) quanto à presença de membros externos no conselho de administração.

Estudos realizados mais recentemente por Abernathy *et al.* (2013) e por Liu, Tiras e Zhuang (2014), chegam aos mesmos resultados quanto a influência da *expertise* em finanças de algum dos membros comitê de auditoria sobre a qualidade das projeções. Deste modo, concluíram que com a presença destes indivíduos na estrutura de governança corporativa as previsões efetuadas se demonstram mais precisas e atingidas com maior frequência.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Seleção da Amostra

Para composição da população da pesquisa foram selecionadas 100 empresas constantes no índice IBrX 100 durante o mês de setembro de 2014. Este índice é composto pelas 100 ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. Após a seleção destas empresas, foram examinados os respectivos Formulários de Referência do ano de 2013, com o intuito de identificar aquelas que praticavam a evidenciação de projeções de resultados futuros (*guidance*). Nesta etapa foram identificadas todas as empresas que promoviam a divulgação do *guidance* (39 empresas). Posteriormente, foram analisados os conteúdos das projeções de cada empresa, e foram retiradas duas empresas que projetavam indicadores específicos às suas operações, o que resultou em 37 empresas a serem analisadas.

### 3.2 Modelos Empíricos

Neste estudo, foram investigadas as relações entre dois aspectos da divulgação de *guidance* (otimismo; e, variação entre valores projetados e realizados) e as propriedades de governança corporativa, quais sejam: i) associação entre a existência de uma maior proporção de otimismo (ou não) nas projeções e as variáveis que qualificam a governança corporativa (regressão binária logística); ii) relação entre a variação do item de projeção mais afastado do real e os aspectos de governança corporativa da empresa (regressão linear múltipla). Para classificação do otimismo utilizou-se como *proxy* uma proporção resultante da divisão entre a quantidade de projeções acertadas e a quantidade total de projeções de cada empresa.

Cumprido salientar, também, que no caso da variável relativa à maior variação entre os valores real e projetado dentre os indicadores projetados, para a utilização e atendimento aos pressupostos da técnica de regressão linear múltipla houve a necessidade de sua transformação para exponencial, o que resultou na variável “exponencial da maior variação entre os valores real e projetado dentre os indicadores projetados” (ExpMaiorVar).

Deste modo, o estudo se utiliza de dois modelos empíricos. Enquanto o primeiro modelo tem como variável dependente a existência de uma maior proporção de otimismo nas projeções, o segundo modelo considera a variação existente nas projeções efetuadas. As variáveis selecionadas para construção dos modelos empíricos foram testadas por meio de técnicas multivariadas (regressão binária logística e regressão linear múltipla) para verificação de associação entre o fenômeno estudado e as variáveis independentes. Neste processo foram utilizadas as variáveis independentes e de controle especificadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis Independentes e de Controle

<i>Variáveis de Controle</i>	<i>Cód. Variável</i>	<i>Estudo</i>
Ln do Ativo Total	LnATT	Eng e Mak (2003), Bédard, Chtourou e Courteau (2004), Al-Shammari; Al-Sultan (2010)
Passivo Não Circulante sobre Ativo Total	PNCAtt	Testado Pelos Autores
<b><i>Variáveis de Governança Corporativa</i></b>		
Quantidade de investidores Institucionais	QtInst	Testado Pelos Autores
Participação acionária do governo? ( <i>dummy</i> )	PartGovD	Eng e Mak (2003)
Quantidade de <i>Blockholders</i>	QtBlck	Testado Pelos Autores
Proporção de membros externos no Conselho Adm. Efetivo(%)	PropMExtEfCA	Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005); Al-Shammari e Al-Sultan (2010); Eng e Mak (2003); Karamanou e Vafeas (2005)
Presidente do conselho é <i>insider</i> ? ( <i>dummy</i> )	PCAIInsD	Al-Shammari; Al-Sultan (2010); Vafeas (1999)
Presença de Membros da Família no Conselho de Administração Efetivo	MEfFamD	Testado Pelos Autores
Quantidade de Comitês do Cons. de Adm.	QtComitCA	Vafeas (1999)
Comitê de auditoria é composto exclusivamente por conselheiros independentes? ( <i>dummy</i> )	IndepTotComitD	Bédard, Chtourou e Courteau (2004)
Se a o valor da divisão entre a quantidade de projeções acertadas com a quantidade total de projeções de cada empresa deu maior que 50%?	OtimD	Testado Pelos Autores

Fonte: Elaborado pelos autores

Conforme apresentado no Quadro 1, estas variáveis foram encontradas na literatura como fatores associados à evidencição voluntária. No caso das variáveis independentes e de controle avaliadas no estudo, em virtude da quantidade de variáveis utilizadas, cumpre salientar que as especificações relativas aos fundamentos e às associações esperadas com as características de divulgação das projeções por meio do *guidance* se encontram na apresentação dos respectivos estudos que as utilizaram no tópico relativo aos estudos similares. Por considerar que as características de governança corporativa se relacionam com as evidencições voluntárias das organizações, é consistente a verificação de associação entre as projeções de *guidance* e estas características.

Neste sentido, foram testadas todas as variáveis apresentadas, e somente incluídas no modelo as que foram significantes. Por se tratar de uma pesquisa social aplicada, para identificação das variáveis estatisticamente significantes foi adotado o nível de significância de  $p < 0,10$ .

#### 4 RESULTADOS

Como descrito na metodologia foram testadas 44 variáveis e através da análise estatística foram identificadas as que melhor se ajustaram aos modelos multivariados. Em primeira análise, foi verificado a associação dos indicadores de governança e o otimismo presente nas projeções realizadas pelas organizações que optaram por evidenciar. Desta forma, o Modelo 1 em questão é apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Modelo de regressão logística para a presença de otimismo na maioria das projeções

Variáveis	Coef.	Exp(B)	P-value
QtBlck	-0,813	0,444	0,029
PCAIInsD	-2,532	0,079	0,039
QtComitCA	0,340	1,405	0,096
MEfFamD	1,965	7,137	0,063
PNCAtt	-10,911	0,000	0,012
LnATT	-1,119	0,301	0,030
Constante	24,905	6,549E+10	0,019
-2 Log verossimilhança		35,241	
Pseudo R <sup>2</sup> (Cox & Snell R <sup>2</sup> )		0,351	
Pseudo R <sup>2</sup> (Nagelkerke R <sup>2</sup> )		0,469	
Significância		0,014	
Percentual Geral de Acertos		73,0%	

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

Tomando-se como referência os coeficientes expostos na Tabela 1, tem-se a equação (1) do modelo, das quais todas as variáveis tiveram significância a nível de  $p < 0,10$ , expressas a seguir:

$$\begin{aligned}
 \text{Prob}(\text{Otimismo}) = & 24,905 - 0,813 \times \text{QtBlck} - 2,532 \times \text{PCAIInsD} \\
 & + 0,340 \times \text{QtComitCA} + 1,965 \times \text{MEfFamD} - 10,911 \times \text{PNCAtt} - 1,119 \times \text{LnATT}
 \end{aligned} \quad (1)$$

Como pode ser observado na Tabela 1, todas as variáveis foram significantes. Houve associação positiva entre o Otimismo e: Quantidade de Comitês no Conselho de Administração; e, Presença de Membros da Família no Conselho de Administração Efetivo. Este resultado indica que estes fatores estão associados ao aumento do otimismo. Observou-se também associação negativa com: Quantidade de *Blockholders*; Presidente do Conselho de

Administração *Insider*; Passivo não Circulante dividido pelo Ativo Total; e, Logaritmo do Ativo Total. Este resultado indica que estes fatores estão associados à diminuição do otimismo.

Estes resultados sugerem que o otimismo está mais presente nas organizações com a presença de membros da família no conselho de administração efetivo e nas que possuem maior quantidade de comitês no conselho de administração. Isto pode representar que a presença de membros da família no comitê de administração pode influenciar as decisões tomadas, no sentido de buscar a valorização de seu patrimônio. A quantidade de comitês no conselho de administração sugere que, quanto maior o número de comitês, os conselheiros ficam sobrecarregados e divididos tendo menos tempo para discutir e analisar projeções, gerando desta forma maior probabilidade de existência de otimismo.

A presença de um presidente *insider* no conselho de administração pode representar que o conhecimento da organização é importante para as projeções e evita que estas sejam otimistas. O tamanho da empresa indica que estas tenham mais recursos disponíveis, tecnologia e informações mais seguras e precisas.

Pode-se sugerir, ainda, que o aumento de *Blockholders* pode motivar melhores evidenciações financeiras e a conseqüente diminuição do otimismo por meio da eficiência nas projeções. No entanto, a presença de um *insider* como presidente do Conselho de Administração, pode trazer mais conhecimento sobre a organização e evitar que haja um otimismo nocivo aos acionistas.

O estudo realizado por Eng e Mak (2003) concluiu que a participação de *blockholders* não interferia na opção de evidenciar ou não as previsões, no entanto, os resultados da presente pesquisa, mostram que em relação ao otimismo a quantidade de *blockholders* se mostrou significativa. Quanto aos mecanismos de governança, o trabalho de Ajinkya, Bhojraj, Sengupta (2005), apresentou relação negativa com o otimismo. No entanto, foi possível constatar que alguns mecanismos apresentaram resultados distintos aos observados na literatura, possivelmente pela utilização de amostras representativas de empresas provenientes de mercados e culturas distintos.

O Modelo 2, teve como objetivo observar as relações existentes entre os indicadores de boas práticas de governança corporativa e o exponencial da maior variação entre os valores real e projetado (*ExpMaiorVar*). Este modelo pode ser observado na Tabela 2.

Tabela 2 – Modelo de regressão linear múltipla para a Exponencial da maior variação entre o real e o projetado (*ExpMaiorVar*)

Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	Coef. Beta	T	P-value	VIF
Constante	3,676	0,884		4,157	0,000	
OtimD	-0,709	0,143	-0,656	-4,956	0,000	1,194
PropMExtEfCA	-0,722	0,391	-0,290	-1,844	0,075	1,680
IndepTotComitD	0,363	0,196	0,299	1,849	0,075	1,776
QtBlck	-0,133	0,046	-0,416	-2,892	0,007	1,409
QtInst	0,128	0,036	0,487	3,512	0,001	1,311
PartGovD	-0,300	0,153	-0,269	-1,952	0,061	1,293
LnATT	-0,121	0,052	-0,294	-2,303	0,029	1,110
<b>Estatística</b>						
R	0,758	R <sup>2</sup> Ajustado		0,471	F	5,579
R <sup>2</sup>	0,574	Erro Padrão		0,39806	Sig.	0,000
Durbin-Watson	1,457					

Fonte: Dados da pesquisa (2014)

Tomando-se como referência os coeficientes expostos na Tabela 2, tem-se a equação (2) do modelo:

$$\begin{aligned} ExpPiorVar = & + 3,676 - 0,709 \times OtimD - 0,722 \times PropMExtEfCA \\ & + 0,363 \times IndepTotComitD - 0,133 \times QtBlck + 0,128 \times QtInst - 0,300 \\ & \times PartGovD - 0,121 \times LnATT \end{aligned} \quad (2)$$

Os resultados da análise da regressão linear múltipla indicam que o exponencial da maior variação entre os valores real e projetado (variável dependente) e os indicadores de boas práticas de governança corporativa têm um grau de associação de 75,8%, como se pode observar na Tabela 2, por meio do coeficiente de Correlação de Pearson. E o modelo pode explicar aproximadamente 57% do comportamento da variável dependente com os indicadores de governança constantes no modelo, observação feita através do coeficiente de determinação ( $R^2$ ) de 0,574.

Desta forma, os resultados do modelo de regressão, apontam que há uma diminuição da variação entre valores real e projetado em casos de: presença de otimismo; maior quantidade de *blockholders*; empresas maiores; maior proporção de membros externos no conselho de administração efetivo; e, presença de ações do governo. Por outro lado, há um aumento da variação quando há independência total do comitê de auditoria e uma maior quantidade de investidores institucionais.

Para comparação entre resultados, em relação à Proporção de Membros Externos no Conselho de Administração, o estudo realizado por Ajinkya, Bhojra e Sengupta (2005) apresentou resultado distinto, diferença possivelmente atribuível às características e peculiaridades de cada mercado e regime legal. Já em relação à propriedade institucional, os resultados são consistentes, uma vez que apresentaram relação positiva quanto a diminuição da variação (precisão).

Em relação aos resultados da Independência Total do Comitê de Auditoria, estes podem sugerir que pelo fato de todos os membros serem externos, existe uma maior dificuldade para projeção dos resultados da empresa, porém, em relação ao gerenciamento de resultado agressivo, estudado por Bédard, Chtourou e Corteau (2004), é possível que a independência do comitê de auditoria esteja relacionada à diminuição deste tipo de gerenciamento.

Por fim, o tamanho da empresa e a participação acionária do governo contribuem para diminuir a variação entre os valores projetado e real, o que pode ser explicado pelo fato de empresas maiores disporem de melhores condições para projetar seus resultados com mais precisão, além, da possibilidade de uma maior pressão por parte do governo (controlador) para evidenciações de qualidade.

## 5 CONCLUSÃO

As evidenciações voluntárias são uma das fontes que os acionistas têm para controlar e tomar decisões a respeito da organização, no entanto, estas evidenciações podem sofrer vieses ligados aos interesses dos gestores. Com isto, os mecanismos de governança corporativa buscam mitigar o conflito de interesses entre estes agentes. No mesmo caminho, a evidenciação sensata de previsões de resultados futuros aproxima os investidores e os demais interessados da realidade da organização.

Neste sentido, o presente trabalho, buscou relacionar a qualidade das projeções de resultados futuros com a governança corporativa. Os resultados indicaram que alguns destes mecanismos se mostraram significantes quando testados em relação ao otimismo, no entanto, outros fatores também são associados à presença do otimismo, como o tamanho da empresa e o seu grau de endividamento a longo prazo.

A importância da redução do otimismo está relacionada às perspectivas criadas pelos usuários, de certa forma, quando há otimismo, o usuário espera um resultado superior ao que realmente acontece. Entretanto, com os resultados da presente pesquisa, o usuário pode verificar qual a probabilidade de as projeções estarem enviesadas com o excesso de otimismo.

Para o teste da variação da pior projeção, os resultados apresentaram que os mecanismos de governança se mostram eficientes na diminuição da variação entre os valores projetado e real, com exceção da Independência Total do Comitê de Auditoria e da Participação acionária Institucional.

Desta forma o estudo buscou contribuir com a literatura, por meio da ampliação dos estudos sobre governança corporativa e de *guidance*. Assim, como recomendações para novas pesquisas, sugere-se a realização de estudos em diferentes períodos com a ampliação da amostra e com outras variáveis que possam influenciar a evidenciação voluntária.

## REFERÊNCIAS

ABERNATHY, John L. et al. Audit committee financial expertise and properties of analyst earnings forecasts. **Advances In Accounting**, n. 29, p.1-11, 2013.

AICPA, American Institute Of Certified Public Accountants. Accounting research study. ARS 1. 1961.

AJINKYA, Bipin; BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. **Journal Of Accounting Research**. v. 43, n. 3, p.343-376, jun. 2005.

AL-SHAMMARI, Bader; AL-SULTAN, Waleed. Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait. **International Journal Of Disclosure And Governance**, v. 7, n. 3, p.262-280, jan. 2010.

BEDARD, Jean; CHTOUROU, Sonda Marrakchi; COURTEAU, Lucie. The Effect of Audit Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management. **AUDITING: A JOURNAL OF PRACTICE & THEORY**, v. 23, n. 2, p.13-35, set. 2004.

BLUE RIBBON COMMITTEE ON IMPROVING THE EFFECTIVENESS OF CORPORATE AUDIT COMMITTEES. **Report and recommendations of the blue ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committees**. 1999.

BM&FBOVESPA. Empresas listadas. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 01 set. 2014.

COHEN, Jeffrey; KRISHNAMOORTHY, Ganesh; WRIGHT, Arnold M.. Corporate Governance and the Audit Process. **Contemporary Accounting Research**, v. 19, n. 4, p.573-594, dez. 2002.

COTTER, Julie; TUNA, Irem; WYSOCKI, Peter D.. Expectations Management and Beatable Targets: How Do Analysts React to Explicit Earnings Guidance? **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 3, p.593-624, maio 2006.

ENG, Li Li; MAK, Yuen Teen. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal Of Accounting And Public Policy**, v. 4, n. 22, p.325-345, 2003.

IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo\\_Final\\_4a\\_Edicao.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf)>. Acesso em 03 set. 2014.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal Of Financial Economics**, v. 3, p.305-360, 1976.

KARAMANOU, Irene; VAFEAS, Nikos. 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, jun. 2005.

KWAK, Byungjin; RO, Byung T.; SUK, Inho. The composition of top management with general counsel and voluntary information disclosure. **Journal Of Accounting And Economics**, v. 54, p.19-41, 2012.

LANSFORD, Benjamin; LEV, Baruch; TUCKER, Jennifer Wu. Causes and Consequences of Disaggregating Earnings Guidance. **Journal Of Business Finance & Accounting**. v. 40, p.26-54, jan. 2013.

LIU, M. H. Carol; TIRAS, Samuel L.; ZHUANG, Zili. Audit committee accounting expertise, expectations management, and nonnegative earnings surprises. **Journal Account. Public Policy**, v. 33, p.145-166, 2014.

LIU, M. H. Carol; ZHUANG, Zili. Management earnings forecasts and the quality of analysts' forecasts: The moderating effect of audit committees. **Journal Of Contemporary Accounting & Economics**, v. 7, p.31-45, 2011.

NAGAR, Venky; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter. Discretionary disclosure and stock-based incentives. **Journal Of Accounting And Economics**. v. 34, p.283-309, maio 2003.

ROGERS, Jonathan L.; STOCKEN, Phillip C.. Credibility of Management Forecasts. **The Accounting Review**. v. 80, n. 4, p.1233-1260, mar. 2005.

TINAIKAR, Surjit. Outside Directors, Litigation Environment, and Management Earnings Forecasts. **Accounting Perspectives**, v. 11, n. 1, p.1-29, 2012.

VAFEAS, Nikos. Board meeting frequency and firm performance. **Journal of Financial Economics**, n. 53, p. 113-142, jan. 1999.

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