

**DISCLOSURE DE GUIDANCE E DESEMPENHO DAS FIRMAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA****GUIDANCE DISCLOSURE AND THE PERFORMANCE OF THE LISTED
COMPANIES IN BM&FBOVESPA****Naiana Vasconcelos Silva Cruz**

Mestranda em Contabilidade - Universidade Federal da Bahia (UFBA)
Analista Universitária da Universidade Estadual de Feira de Santana (UEFS)
e-mail: naianavasc@gmail.com

José Maria Dias Filho

Doutor em Contabilidade (USP)
Professor do Depto. de Ciências Contábeis e Prog. Pós Graduação em Contabilidade (UFBA)
e-mail: zemariadias@uol.com.br

José Bernardo Cordeiro Filho

Doutor do Engenharia de Produção (UFSC)
Professor do Depto. de Ciências Contábeis e Prog. Pós Graduação em Contabilidade (UFBA)
e-mail: bernardo@ufba.br

Sônia Maria da Silva Gomes

Doutora em Engenharia de Produção (UFSC)
Profa. do Depto. de Ciências Contábeis e Prog. Pós Graduação em Contabilidade (UFBA)
e-mail: soniagomes3@gmail.com

Antônio Barbosa Batista

Mestrando em Contabilidade - Universidade Federal da Bahia (UFBA)
Professor Substituto do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia
(UFBA) e Professor do curso de Administração Faculdade UNEF (Feira de Santana)
e-mail: barbosareal@hotmail.com

Christian Mascarenhas Andrade

Mestrando em Contabilidade - Universidade Federal da Bahia (UFBA)
e-mail: christianmandrade@hotmail.com

Resumo:

Este estudo teve como objetivo investigar a relação existente entre a divulgação de *guidance* e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, buscando evidenciar se tal prática pode ser considerada um fator diferencial entre aquelas que publicam o *guidance* e as que não o publica. A amostra foi composta por 80 empresas, cujos dados relativos ao desempenho e informações de projeções futuras foram coletados com o auxílio do Economática, e dos seus respectivos informes, contidos nos Formulários de Referência do ano de 2012. Utilizou-se como métrica para apuração do desempenho: o Retorno Anormal. Os dados sofreram tratamento estatístico, sendo realizado teste t para amostras independentes. Os

resultados demonstraram haver uma pequena parcela de empresas que realizam tal prática (37,5%), sendo que as principais informações divulgadas, por essas organizações, versam principalmente sobre investimentos (80%) e custos e resultados (60%). Constatou-se que não há relações significativas entre a prática de *guidance* e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, comparando-se as empresas que realizam e que não realizam tal prática. Contudo, entre as optantes por esse tipo de divulgação, é possível perceber uma melhor caracterização de desempenho econômico-financeiro junto aquelas que informam periodicamente suas projeções de custos e resultados.

Palavras-chave: *Guidance*. Desempenho. *Disclosure* Voluntário.

Abstract:

This study aimed to investigate the relation between guidance divulgation and the financial and economic performance of the companies listed on the BM&FBOVESPA, aiming to evidence whether this practice can be considered a distinguishing factor among those that publish the guidance and those that do not publish it. The sample was composed by 80 companies, whose performance data and future projections information were collected with the help of Economática, and their respective reports, contained in the Reference Forms of 2012. It was used as a metric to determine the performance: The Abnormal Return. The data were treated statistically, being held t test for independent samples. The results showed that there are a small number of companies doing this practice (37.5%), and the main information disclosed by these organizations, focus mainly on investments (80%) and costs and results (60%). It was found that there is no significant relation between guidance practice and the financial and economic performance of the companies listed on the BM&FBOVESPA, comparing the companies that perform and those that don't perform it. However, among the choosers for this type of disclosure, it is possible to realize a better characterization of economic and financial performance with those that periodically inform their cost and result projections.

Keywords: Guidance. Performance. Voluntary Disclosure.

1 Introdução

A demanda por informações, capazes de orientar o processo decisório, constitui um dos principais vetores de atenção de gestores e investidores (NASCIMENTO; REGIONATO, 2010; CRUZ; LIMA, 2010), por conseguinte, isto se faz recorrente seja no âmbito interno ou externo das entidades.

Em se tratando de mercado de capitais, constata-se que ocorreu um acréscimo expressivo acerca da cobrança pela transparência corporativa. Essa mudança provocou uma busca efetiva das organizações, que, na perspectiva de atrair investidores e, ao mesmo tempo, elevar a confiabilidade dos *stakeholders*, resolveram ampliar o nível de informações divulgadas junto ao mercado, a exemplo das relacionadas aos aspectos socioambientais, de gestão e de projeções futuras (ALMEIDA; FIGUEIRÊDO JÚNIOR, 2011; MAHONEY, 2008; VERGILI, 2008).

No que tange às perspectivas de projeções de expectativas futuras ou *guidance*, sabe-se que tal prática manifesta uma necessidade do mercado de capitais e, sobretudo, propõe uma maior transparência aos investidores (SCHRIRCK; LUNKES; GASPARETTO, 2013).

Corroborando com tal perspectiva, acrescentam Arts, Comier e Magman (2004) e Salotti (2005) que no contexto atual, em que o ambiente econômico vivencia constantes oscilações, a divulgação de informações adicionais representa uma importante ferramenta de valor estratégico, na medida em que auxilia na administração de conflitos de interesses e redução da assimetria informacional entre gestores e demais interessados no negócio (CUNHA; RIBEIRO, 2008).

Para Almeida e Figueiredo Júnior (2011), o *guidance* constitui uma potencial ferramenta gerencial, uma vez que, não se pode negar, que quando adequadamente divulgado, tais informes, contribuem tanto para a redução da assimetria informacional, quanto para a redução da volatilidade das ações, risco e custo de capital das empresas (ROGERSS; SKINNER; VAN BUSKINK 2009; ANILOWSKI; FENG ; SKINNER, 2007; MATHUVA, 2012).

A partir desses aspectos elencados, constitui-se como base teórica para fundamentar o presente estudo à teoria da divulgação. E sob esse âmbito, sabe-se que a decisão de tornar pública uma informação está relacionada à perspectiva de justiça, equidade e verdade (SCOTT, 1941). Nesse sentido, supõe-se que as empresas ao adotarem o *disclosure voluntário*, apontam para a manutenção de uma boa relação junto a seus *stakeholders*. Entretanto, é relevante salientar que, de modo geral, o *disclosure voluntário*, está associado a uma determinada medida estratégica da gestão, uma vez que, sua utilização normalmente relaciona-se a fatores tais como: o retorno e o aumento do poder de influência da empresa nas decisões de seus usuários (MÚRCIA et al., 2010; DYE, 2000, VERRECHIA, 2001, ROVER, et al., 2012; GONZALES, 2007).

Diante de tais aspectos, pretende-se responder ao seguinte problema: que relação há entre a divulgação de *guidance* e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na BM&FBOVESPA?

O objetivo geral consiste em investigar a relação que existe entre a divulgação de *guidance* e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Procurou-se, de forma específica: (i) mapear as organizações listadas no BM&FBOVESPA, evidenciando sua adesão à prática de *disclosure de guidance*; (ii) identificar junto as empresas que praticam o *guidance*, as principais características das informações divulgadas, correlacionando-as com o seu desempenho econômico-financeiro, e; (iii) realizar uma comparação entre o desempenho econômico-financeiro daquelas que evidenciam o *guidance* e das que não o evidenciam, buscando-se analisar se tal prática pode ser considerada um fator diferencial para o desempenho favorável das organizações listadas na BM&FBOVESPA.

Esta pesquisa justifica-se por duas razões primordiais: sendo uma prática e outra teórica. A primeira relaciona-se com a nova postura adotada pelos investidores no mercado, recobrando das organizações, cada vez mais, por transparência corporativa, refletida, principalmente, na divulgação de informações que possibilitem esclarecer seus níveis de desempenho econômico-financeiro e projeções futuras. A segunda, reside na contribuição do presente estudo na ampliação do debate sobre a temática aqui abordada, já que estudos como os de Trueman (1986), Mathuva (2012) e Aljifri e Hussainey (2007), apesar de não tratarem especificamente da relação entre *guidance* e desempenho econômico-financeiro, encontraram evidências positivas sobre sua influência na rentabilidade e retorno das empresas. Nesse sentido, busca-se realizar uma melhor evidenciação das possíveis relações entre a divulgação de *guidance* e o comportamento econômico-financeiro das organizações, procurando discernir se tal divulgação pode ser considerada um elemento diferencial entre as empresas que publicam e as que não publicam tal informe. Outrossim, conforme assinalam Macedo Neto et

al. (2012), Almeida e Figueiredo Júnior (2011) e Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), Brandão et al. (2013), são ainda escassos, no Brasil, os trabalhos dentro dessa temática.

2 Fundamentação Teórica

Neste tópico é apresentada a revisão da literatura sobre a temática proposta, bem como um breve relato da teoria de base do estudo, sendo abordados, respectivamente, a Teoria da Divulgação, o Desempenho Organizacional e o *Guidance*.

2.1 Teoria da Divulgação

Segundo relatam Gabriel, Pimentel e Martins (2009) a teoria da divulgação tem sido utilizada como base teórica para os estudos contábeis que visam, sobretudo, explicar os efeitos da divulgação voluntária (de informações financeiras) no preço de mercado das ações, bem 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.

A Teoria da Divulgação, segundo relata Dye (2001), é aquela que objetiva explicar o fenômeno da divulgação de informação financeiras das organizações, sobretudo, buscando compreender as escolhas entre o que evidenciar ou não.

Segundo essa teoria, Verrechia (2001) destaca três modelos de abordagem do *disclosure*: *association-based disclosure*, *discretionary-based disclosure* e *efficiency-based disclosure*.

O *discretionary-based disclosure*, tem por objetivo examinar os motivos que levam os gestores e/ou organizações a divulgarem ou não informações de seu conhecimento, constituindo tal perspectiva à base da *Teoria do disclosure voluntário*. Para Verrechia (2001), as escolhas pelo que deverá ou não ser divulgado relaciona-se principalmente na busca pela redução da assimetria de informação, dos conflitos de agência e de possíveis externalidades que possam afetar o comportamento do mercado, tendo em vista o mesmo não poder ser considerado perfeito.

A *association-based disclosure* investiga as relações existentes entre a divulgação e as alterações nas ações dos investidores (VERRECHIA, 2001). No campo contábil, tal perspectiva, inclui investigações que testam o comportamento dos investidores a partir da análise de mercado, utilizando-se testes de eventos e testes transversais de previsão de retornos, a exemplo do modelo de retornos esperados como é o *Capital Asset Pricing Model-CAPM*, entre outros (GABRIEL; PIMENTEL; MARTINS, 2009).

Já a *efficiency-based disclosure*, investiga qual conjunto de divulgações é mais utilizado na ausência de conhecimento anterior da informação (VERRECHIA, 2001).

Estudos acerca dessa temática, no campo contábil, segundo relata Lima (2007) datam desde a década de 1980, e embora se tenha evidências de que a divulgação de informações voluntárias pode acarretar custos à organização (LEUZ; WYNSCKI, 2008), nota-se uma visão positiva quanto a tal prática, principalmente, ao se considerar que as pesquisas atuais comprovam que, no mercado, há um aumento significativo na demanda por informações adicionais. Isto ocorre, por se verificar que estas proporcionam uma melhor credibilidade dos investidores junto às organizações (CUNHA; RIBEIRO, 2008; SALOTTI; YAMAMOTTO, 2008; MÚRCIA, 2009; ROVER et al., 2012).

Em relação às pesquisas cujo enfoque baseia-se nas premissas da *Teoria da divulgação*, merece destaque o estudo de Yamamoto (2005) que investigou a teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiros, sob a perspectiva da governança corporativa. Este analisou 88 empresas que negociaram no mercado de ações brasileiro no ano

de 2003, e 90 em 2004. Constatou que a redução da assimetria informacional é um dos principais vetores que conduzem à necessidade de informação no mercado acionário. Contudo, o estímulo das organizações para a divulgação de informações voluntárias está associado à qualidade da divulgação. Nesse âmbito, a natureza do que é divulgado, exerce também uma característica importante no comportamento do mercado.

Convém ressaltar que nesse estudo, a *Teoria da Divulgação* foi considerada a base teórica, uma vez que foi analisado aqui o ato de tornar público certas informações por parte das empresas, ao tempo, em que também se buscou identificar os reflexos destas, no mercado. Essa mesma teoria também vem sendo utilizada para fundamentar estudos que tratam sobre a divulgação voluntária de natureza socioambiental (ROVER et al., 2012) e, também, na evidencição de práticas contábeis adotadas ou de projeções futuras (MACEDO NETO et al., 2012; BRANDÃO, DE LUCA; VASCONCELOS, 2013).

2.2 Desempenho Organizacional

O desempenho organizacional tem recebido uma maior atenção, primordialmente, nas áreas de pesquisas em gestão, que visam, sobretudo, contribuir para a análise do comportamento econômico, financeiro e operacional das entidades. Auxiliando-as, ainda, na evidencição dos seus resultados pelos gestores e *stakeholders* e no atendimento de estratégias e metas com vistas a proporcionar ferramentas que lhes deem condições de se tornarem mais competitivas (RICHARD et al., 2009).

Isk et al. (2010), mencionam que a evidencição do desempenho constitui uma área de difícil compreensão, tendo em vista que, vários fatores podem interferir na expectativa de resultados das organizações, e, isso inclui, seus recursos financeiros, competências técnicas e gerenciais e capacidades de pesquisa, além do desenvolvimento e inovação.

Corroborando com esses aspectos, Sobral e Peci (2008) relatam que o desempenho de uma organização é atingido quando esta alcança a eficácia dos objetivos e eficiência no uso dos seus recursos. Exatamente por tais fatores envolverem um conjunto complexo de recursos e atividades, não é tarefa fácil medir ou compreender os níveis de *performance* de uma determinada entidade. Assim, cabe aos gestores escolherem, dentre as medidas existentes, aquela que melhor se enquadra nos objetivos projetados pela entidade em dado momento. Estas, por sua vez, podem ser classificadas em medidas financeiras e medidas não financeiras (CALLADO; CALLADO; ANDRADE, 2008; RICHARD et al., 2009; ISK et al., 2009).

Do ponto de vista financeiro, os principais indicadores de desempenho são àqueles relacionados à lucratividade, a rentabilidade, ao retorno sobre investimentos, retorno sobre o patrimônio líquido, a alavancagem financeira, entre outros (HELFERT, 2000; RICHARD et al. 2009; ISK et al., 2009). Já as medidas não financeiras, englobam a análise do comportamento organizacional de forma multidimensional, normalmente sinalizando as estratégias e os resultados obtidos a partir de enfoques sobre qualidade do produto e/ou serviços. Um exemplo desse tipo de medida é o *Balanced Scorecard* que relaciona aspectos financeiros, os processos internos, a qualidade e inovação, além do aprendizado (KAPLAN; NORTON, 2008; BOURNE; FRANCO; WILKER, 2003; CALLADO; CALLADO; ANDRADE, 2008).

Cabe ressaltar que no momento de se avaliar o desempenho de uma organização os números e processos devem ser devidamente analisados, para se ter uma noção real se de fato está ocorrendo mau desempenho, ou um reflexo negativo temporário da organização ao contexto externo, a exemplo de uma política ou conjuntura econômica (BAKER; MADUX, 2005).

2.3 O *guidance*

A expressão *earnings guidance* ou *guidance* originou-se nos Estados Unidos, por volta das décadas de 1970 e 1980, derivada do relatório de orçamento e dados internos da gestão das organizações. No entanto, apenas nos anos de 1999 e 2000 o *guidance* foi apresentado efetivamente ao mercado, acompanhando a evolução das práticas gerenciais, que passou a introduzir novos conceitos de gestão e a procura por ferramentas de apoio à compreensão do desempenho das empresas, a exemplo do *Balanced Scorecard* (BSC). No mercado acionário, esse período foi marcado por uma intensa busca por informações e transparência, cujo passo inicial dá-se em maio de 1999, quando a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), lança os *Princípios de Governança Corporativa*, vindo tais premissas a constituírem uma importante coluna de sustentação da arquitetura da economia global do século XXI (MAHONEY, 2008; MACEDO NETO et al., 2012; TANG, 2012).

Para Vergili (2008), esse modelo de divulgação empresarial, no contexto internacional, é utilizado para designar projeções gerenciais sobre os resultados econômicos das empresas, abrangendo informações de natureza econômica, operacional e de resultados das entidades. No Brasil, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado, o denominado CODIM (2008), atribui ao termo uma perspectiva mais abrangente, representando este, um relatório de perspectivas futuras, que apresenta, de modo geral, dados macroeconômicos, indicadores de resultados, eficiência e qualidade organizacional.

Os principais usuários desses tipos de informações, segundo Macedo Neto et al. (2012) e Almeida e Figueirêdo (2011), são os investidores atuais da empresa, que utilizam os conhecimentos sobre projeções futuras para orientar suas decisões sobre investimentos futuros junto à organização. No entanto, não se pode desprezar que no momento em que tais informes tornam mais transparentes os objetivos da gestão, estimulam o interesse no negócio às demais classes de investidores.

No Brasil, a prática do *guidance* iniciou-se no ano de 2000, com a “*Regulation fair disclosure*”, que trouxe em seu cerne, a obrigatoriedade de divulgação de informações equivalentes para todos os investidores (CABRAL, 2007) e, desde então, é crescente o número de organizações que demonstram adesão a esse tipo de divulgação. No entanto, sabe-se que predominância por publicações dessa natureza ainda é maior no contexto internacional, particularmente nos Estados Unidos, onde se observa que 88% das empresas publicam algum tipo de informação de *guidance* (NIRE, 2012). Estudos brasileiros revelaram diferentes números para essa prática, a exemplo da pesquisa de Múrcia (2009) que analisou as 100 maiores empresas em 2008. A partir dessa pesquisa, descobriu-se que apenas 10,9% das 100 maiores companhias brasileiras, em volume de receita, projetavam resultados financeiros (fluxo de caixa, vendas ou lucros); 9,8% projetavam informações relativas a novos investimentos e, 66,3% apresentavam informações relativas às metas a serem alcançadas. Já Macedo Neto et al. (2012) analisaram os relatórios de 26 empresas listadas no segmento “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA, e constataram que 65,4% dessas empresas divulgam projeções sobre aspectos financeiros; 57,7% noticiam sobre atividades de investimentos e 34,6% divulgam informações referentes à aspectos operacionais.

Brandão et al. (2013) e Macedo Neto et al. (2012) relacionam quatro tipos diferentes de informações de curto e longo prazos apresentadas pelas empresas em suas projeções futuras, conforme detalha o Quadro 1.

No contexto normativo, os elementos que fundamentam essa prática estão contidos no Pronunciamento de Orientação nº 4 do CODIM (2008) e na Instrução nº 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Quadro 1- Principais Informações Divulgadas

ITEM	CARACTERÍSTICAS
Aspectos Formais	Premissas- Advertências Acompanhamento de projeções passadas – Justificativas
Indicadores Econômicos	Caixa- Receita- Custos-Resultados
Indicadores Operacionais	Nível de Atividade Preço- Desempenho
Indicadores de Investimentos	Investimentos- Financiamentos

Fonte: adaptado pelos autores a partir de Brandão et al. (2013) e Macedo Neto et al.(2012).

O CODIM (2008) traz orientações sobre a forma de divulgação e apresentação dos dados sobre projeções futuras para as companhias brasileiras e visa orientar aos optantes a prestarem informações de qualidade, sobretudo, buscando-se inibir expectativas indevidas dos investidores. Versa sobre aspectos, tais como: sua natureza, periodicidade, parâmetros das projeções, premissas relacionadas às questões regulatórias, macroeconômicas e setoriais de cada entidade, entre outros. Já a Instrução n.480 da CVM, em seu art. 20, instituiu normas de evidenciação a serem observadas pelas companhias abertas que optaram pela divulgação do *guidance*, cuja prática é considerada facultativa. No entanto, a instituição emissora, ao evidenciar tal informe, deverá sujeitar-se as regras existentes para sua divulgação e incluí-lo no *Formulário de Referência*, destacando neste documento os objetivos da projeção, a metodologia adotada para sua evidenciação, as premissas relevantes e o período de alcance da mesma que não deverá ultrapassar o intervalo de 1(um) ano.

Em relação à periodicidade da divulgação (trimestral ou anual) não há um consenso estabelecido sobre a melhor opção. A maior parte dos autores, afirma que quanto mais projeções se têm em um ano, maior é a redução da “miopia” do investidor em curto prazo. E, por conseguinte, uma maior especulação e pressão sobre os gestores nas garantias desses resultados. E, isso pode se tornar potencialmente prejudicial, quando, nesse período, nem todas as expectativas chegam a ser atingidas. Como a reação do mercado é imediata às más notícias, o resultado desse processo pode, ao invés de ajudar a organização, desagregar suas estratégias e complicar o alcance de seus objetivos e metas no ano-calendário. Tal questão, constitui aspectos que geram controvérsias entre os autores quanto a necessidade de uma melhor padronização para o *guidance* a fim de que este possa de fato consolidar seu papel como ferramenta de apoio decisório (KOCH; LEFANOWICZ; ROBINSON, 2012; HOUSTON; LEV ; TUCKER, 2010, ALMEIDA; FIGUEIRÊDO JÚNIOR, 2011; ANHLAT, 2007).

Outros estudos, como os de Anilowski, Feng e Skinner (2007) não observaram aspectos negativos relativos à divulgação de projeções futuras, e, mencionam, ainda, que os fatores que estimulam as decisões trimestrais das organizações estão normalmente associados ao nível de influência desses resultados, sobre as decisões dos investidores e analistas. Nesse sentido, uma característica da divulgação de *guidance* estaria no seu papel estratégico, ou seja, na relação de retorno existente entre a sua publicação e o atendimento de expectativas de gestores e investidores. No entanto, sabe-se que tais perspectivas são, na maioria das vezes, concorrentes (ROGERSS; SKINNER; VAN BUSKINK, 2009).

Já Seybert e Yang (2012) enfatizam que a prática de *guidance* está associada à contínua preocupação dos investidores pela supervalorização da empresa e, nesse sentido, estes buscam sempre resultados otimistas e reagem fortemente a notícias não satisfatórias.

Tais aspectos, corroboram com as afirmações de Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), quando mencionam o comportamento contraditório de algumas entidades a respeito

da adoção do *guidance* no Brasil. Enquanto há empresas que visualizam, em tal prática, uma perspectiva de atrair um maior número de interessados no negócio, há outras que acreditam que o risco inerente ao não cumprimento do que foi projetado pode contribuir para desgastar as suas relações com seus investidores (ALMEIDA; FIGUEIRÊDO JÚNIOR, 2011).

A nível estratégico verifica-se que em muitos estudos, a exemplo de Trueman (1986), Alijifri e Hussainey (2007) e Mathuva (2012) apresenta-se uma relação positiva entre o *guidance* e as perspectivas de desempenho, rentabilidade e retorno das organizações.

Mathuva (2012) examinou os fatores determinantes das divulgações futuras de 91 empresas não financeiras, listadas na *Securities Nairobi Exchange* (NSE), no período entre 2009 e 2011. Observou que as empresas com maior endividamento, melhor desempenho econômico-financeiro, maior investimento de capital e, com maior concentração de investimentos estrangeiros tendem a ter mais divulgações de projeções futuras. Inversamente, observou que empresas listadas em bolsas estrangeiras, divulgam um menor nível de informações sobre tais perspectivas.

Alijifri e Hussainey (2007) realizaram um estudo junto a 46 empresas listadas na Bolsa de Valores Mobiliários dos Emirados Árabes, e concluíram que fatores como redução do endividamento e rentabilidade estão associados à prática de *guidance*.

Trueman (1986) estudou as razões para o *disclosure de guidance*, concluindo que os gestores tendem a fornecer informações prospectivas quando buscam maximizar o valor de mercado da empresa e o nível de remuneração do gestor, e, normalmente, se aventuram a realizar tais publicações quando não existem custos associados. Constatou também que empresas que publicam *guidance*, possuem melhores perspectivas de rentabilidade.

Amparando-se nos estudos de Trueman (1984), Mathuva (2012), Rogerss, Skinner e Van Buskink (2009) que fazem menção dos benefícios do *guidance* no desempenho econômico-financeiro das organizações, bem como tomando por base a Teoria da divulgação que, segundo Verrechia(2001) e Gabriel, Pimentel e Martins (2009), tem também como objetivo explicar os efeitos da divulgação voluntária (de informações financeiras), podendo analisar o comportamento dos investidores e do mercado, a partir de estudos de eventos e testes de apuração de retornos, pretende-se testar as seguintes hipóteses :

H0: a prática de *guidance* não contribui para o desempenho das organizações listadas na BM&FBOVESPA, uma vez que não se percebe ocorrência de retorno anormal estatisticamente significativo após a sua divulgação.

H1: a prática de *guidance* contribui para o desempenho das organizações listadas na BM&FBOVESPA, uma vez que é evidente a ocorrência de retorno anormal estatisticamente significativo após a sua divulgação.

3 Procedimentos Metodológicos

Neste tópico serão abordados os aspectos metodológicos relacionados ao estudo, sendo tratados, respectivamente, a caracterização da amostra, as variáveis do estudo, a apuração do retorno anormal e os procedimentos de análise de dados.

3.1 Caracterização da Amostra

Para atendimentos dos objetivos deste estudo, foram coletados informações sobre preços ajustados de ações de 151 empresas listadas na BM&FBOVESPA, advindas de segmentos de atividades não financeiros. Contudo, visando realizar uma apuração robusta quanto ao comportamento de mercado, optou-se por analisar as instituições que possuíam no mínimo 950 observações registradas em suas cotações diárias nos últimos 3 anos, restando, assim 80 empresas, conforme demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1 - Caracterização das Empresas por Setor

SETOR	QUANTIDADE
Utilidade Pública	22
Telecomunicações	05
Petróleo, gás e biocombustível	03
Materiais Básicos	25
Construção e Transporte	13
Consumo cíclico	05
Consumo não cíclico	07
TOTAL	80

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Na coleta de dados utilizou-se a pesquisa documental para obtenção das informações sobre os preços ajustados das ações das organizações analisadas e da evidenciação quanto à prática de *guidance*, sendo levantados dados respectivamente, junto ao Econômica e Formulários de Referência das empresas do ano de 2012.

3.2 Variáveis de Estudo

O presente estudo tem como variável independente a prática de *guidance*, e como variável dependente, o desempenho econômico-financeiro.

O Retorno Anormal foi utilizado como métrica para a análise do desempenho econômico-financeiro. Tal escolha, apoia-se nas considerações levantadas por Paula e Vieira (2012), que mencionam que embora no contexto brasileiro medidas como ROE, Margem Líquida e EBTDA têm sido utilizadas em estudos sobre desempenho, não se pode dizer de forma consistente quanto a sua efetividade, já que a maioria dos resultados denunciam-se inconclusivos ou estatisticamente não significantes.

3.3 Apuração do Retorno Anormal

Quanto ao retorno anormal, este é considerado por Sarlo Neto (2004) como a diferença entre o retorno esperado da ação e o retorno da ação em um determinado período, em que o retorno da ação é calculado da seguinte forma:

$$R_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t-1} / P_{i,t-1} \quad (1)$$

Sendo $r_{i,t}$ = taxa de retorno da ação i no período t , $P_{i,t}$ = preço da ação i na data t e $P_{i,t-1}$ = preço da ação i na data $t-1$

O retorno de mercado, encontrado consistiu na apuração dos índices de mercado evidenciados na data t e $t-1$, sendo apurado da seguinte forma:

$$R_{m,t} = \text{Ind}_{i,t} - \text{Ind}_{i,t-1} / \text{Ind}_{i,t-1} \quad (2)$$

Sendo rm = taxa de retorno do mercado no período $[t, t-1]$, Ind_t = valor do índice de mercado na data t e Ind_{t-1} = valor do índice de mercado na data $t-1$

O índice Bovespa, foi utilizado para apuração do retorno de mercado. E, posteriormente, visando-se analisar o retorno anormal, apurou-se o retorno esperado, por meio do modelo de mercado. A equação que apresenta o seu cálculo é a seguinte:

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Assim, o $E(r_{i,t})$ = Retorno esperado da empresa i no período t , α_i = Intercepto da empresa i , β_i = Coeficiente de variação da empresa i no período t , $r_{m,t}$ = Retorno do mercado no período t e $\epsilon_{i,t}$ = Erro esperado da empresa i no período t .

Sendo que, o α_i e o β_i correspondem aos mínimos quadrados ordinários.

Após a apuração do retorno esperado, tem-se a apuração do retorno anormal de empresa, que compreende a diferença existente entre o retorno esperado pelo modelo de mercado e o retorno da ação na data t , conforme expressa a equação a seguir:

$$RA_{it} = r_{i,t} - E(r_{i,t}) \quad (4)$$

Sendo cada termo, os seguintes: RA_{it} = Retorno Anormal para a empresa i no período t , $r_{i,t}$ = Retorno da empresa i no período t , e $E(r_{i,t})$ = Retorno Esperado conforme linha do mercado para a empresa i no período t .

Após a obtenção do retorno anormal, procedeu-se para a apuração do retorno anormal acumulado (CAR) de cada ação, calculado a partir da capitalização dos retornos diários apurados até uma data t . A janela do evento utilizada foi de 60 dias, tendo em vista que um período superior não seria apropriado, e poderia tornar o resultado da análise inconsistente. A equação que evidencia o cálculo do retorno anormal acumulado é a seguinte:

$$CAR_{it} = \sum(T1,t2) RA_{i,t} \quad (5)$$

Onde, CAR_{it} = Retorno Anormal Acumulado para empresa i no período t e RA_{it} = Retorno Anormal para a empresa i no período t .

3.4 Procedimentos de Análise dos Dados

Para a análise dos dados, foi utilizada a contribuição da estatística descritiva e inferencial (regressão linear e test t para amostras independentes), com auxílio do software estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) 2.0.

4 Análise e Discussão dos Resultados

O primeiro objetivo de estudo foi: (i) mapear as organizações listadas na BM&FBOVESPA, evidenciando o seu nível de adesão à prática de *disclosure de guidance*, e constatou-se que, das 80 instituições analisadas apenas 30, ou seja, 37,5% evidenciam projeções futuras, conforme demonstra o Gráfico 1.

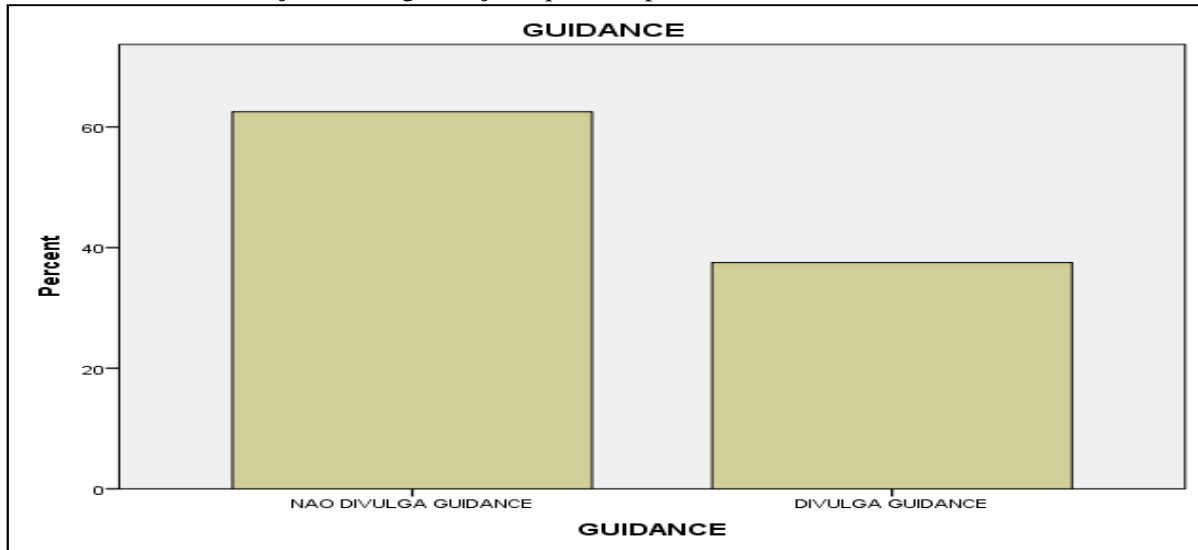
Os fatores que poderiam explicar esse baixo nível de adesão podem estar associados a baixa tendência ocorrida pela prática de *guidance* no Brasil, conforme afirma o estudo de Múrcia (2009), ou mesmo a ausência de padrões que por sua vez, aumentam o risco de incertezas quanto as projeções divulgadas e fazem com que muitas empresas prefiram não divulgar tais informes, conforme mencionam Koch, Lefanowicz e Robinson (2012) e Houston, Lev e Tucker (2010).

O segundo objetivo compreendeu: identificar junto as empresas que praticam o *guidance*, as principais características das informações divulgadas, correlacionando-as com o seu desempenho econômico-financeiro.

Constatou-se, conforme evidencia a Tabela 2, que as informações divulgadas quanto ao *guidance*, abrangem, principalmente, as premissas (100%), as informações sobre investimentos (80%) e custos e resultados (60%), corroborando com os aspectos apresentados

nos estudos de Brandão et al. (2013) e Macedo Neto et al. (2012), estando tais resultados entre os principais abordados pelas entidades.

Gráfico 1 - Caracterização das Organizações quanto à prática de *Guidance*



Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Posteriormente, correlacionou-se as principais informações destacadas nos indicadores econômicos, operacionais e de investimentos, e notou-se que há uma relação significativa entre as informações sobre custos e resultados e o desempenho econômico-financeiro, já que o resultado da regressão linear demonstrou um nível de significância de 0,028, quando comparadas tais informações com o retorno anormal acumulado, conforme mostra a Tabela 3.

Tabela 2 - Características das Informações divulgadas

Observações	ASPECTOS FORMAIS		INDICADORES ECONOMICOS			INDICADORES OPERACIONAIS			INDICADORES DEINVESTIMENTOS	
	Premissas	Justificativas e Acomp.	Caixa	Receita	Custos e Resultados	Nível de Atividade	Preço	Desemp.	Invest.	Financ.
Informam	30	20	6	7	18	11	6	18	24	13
Não informam	0	10	24	23	12	19	24	12	6	17

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Tabela 3 - Características da Informação Divulgada x Desempenho

COEFFICIENTS ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-,002	,005		-,398	,694
Custos e Resultados	,011	,005	,456	2,336	,028
Desempenho	-,003	,005	-,122	-,563	,578
Investimento	-,001	,006	-,051	-,245	,808

a. Dependent Variable: RAc

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Tais informações por sua vez, versam sobre características tais como o EBTIDA e o crescimento de Receita Líquida das empresas, conforme explanam Brandao et al. (2013). Contudo, percebe-se, que apenas 60% das organizações que publicam o *guidance*, preocupam-se com tais informes, sendo assim, uma parcela significativa deixa de se beneficiar desta perspectiva, já que notou-se maiores preocupações com outros indicadores.

O terceiro objetivo de estudo foi: (iii) realizar uma comparação entre o desempenho econômico-financeiro das empresas que evidenciam o *guidance* e, das que não evidenciam, a partir da análise das médias dos retornos anormais. A análise estatística descritiva revelou que a média de retornos foi maior entre as empresas que não publicam o *guidance*, conforme expressa a Tabela 4.

Tabela 4 - Relação entre *Guidance* e Desempenho (Estatísticas Descritivas)

GUIDANCE		N	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO
NAO DIVULGA	GUIDANCE	50	0	0	,00	,000
GUIDANCE	RA	50	-,0428	,1119	,006168	,0227650
DIVULGA	GUIDANCE	30	1	1	1,00	,000
GUIDANCE	RA	30	-,0335	,0315	,001594	,0125062

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Posteriormente, buscou-se testar as hipóteses do estudo, e conforme expressa a Tabela 5, é possível observar que o teste de Levene demonstrou que a média dos retornos anormais analisados não possui variâncias diferentes nos dois grupos, uma vez que, a significância associada ao teste deu valor superior a 0,05. O teste *t* também não demonstrou diferenças significativas a um intervalo de confiança de 95% (já que a significância do teste *t* foi superior a 0,05), confirmando-se assim a H0 e refutando-se H1.

Tabela 5 - Análise da Relação entre *Guidance* e Desempenho

TESTE DE AMOSTRAS INDEPENDENTES										
		Teste de Levene para igualdade de variâncias		Teste-t para Igualdade de Médias						
		F	Sig.	T	df	Sig. (2 extremidades)	Diferença média	Erro padrão de diferença	95% Intervalo de confiança da diferença	
								Inferior	Superior	
RA	Variâncias iguais assumidas	3,182	0,078	1,011	78	0,315	0,0045741	0,0045238	-0,0044321	0,0135803
	Variâncias iguais não assumidas			1,159	77,542	0,250	0,0045741	0,0039469	-0,0032844	0,0124326

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

No que tange a teoria da divulgação, era de se esperar que a perspectiva da divulgação apresentada, pudesse estimular um comportamento mais receptivo do mercado a essas organizações, corroborando em resultados mais satisfatórios em relação às perspectivas econômico-financeiras daquelas que divulgam tais informes, contudo isso não ocorreu, não sendo confirmado as pontuações de Verrechia (2001) e Gabriel, Pimentel e Martins (2009) quanto a esse aspecto. Sendo assim, o que explicaria a manutenção da prática pelas referidas empresas seria exatamente o aumento de sua transparência junto aos *stakeholders*.

5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo investigar a relação existente entre a divulgação de *guidance* e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na BM&FBOVESPA. De modo complementar, buscou-se, também, realizar a caracterização dessas organizações quanto aos aspectos que são apresentados em suas perspectivas de projeções futuras, evidenciando suas correlações com o desempenho econômico-financeiro, bem como, se tal prática, pode ser considerada um fator diferencial nos seus níveis de desempenho.

Em relação à caracterização das empresas listadas na BM&FBOVESPA, quanto à prática de *guidance*, notou-se que apenas 37,5% divulgam suas projeções futuras e, estas, versam, principalmente, sobre aspectos relacionados a investimentos (80%) e custos e resultados (60%), corroborando tais resultados com os estudos de Brandão et al. (2013) e Macedo Neto et al. (2012). Notou-se também, que entre as empresas que praticam o *guidance*, existe uma relação significativa (0,028) entre a divulgação de informações sobre custos e resultados e seu desempenho econômico-financeiro, restando uma parcela significativa destas, que não se beneficiam dessa perspectiva.

Quando comparadas as empresas que praticam e as que não praticam o *guidance*, percebeu-se não haver relação significativa entre a prática de *guidance* e o comportamento do retorno anormal das empresas, não sendo confirmado os estudos de Trueman (1986), Mathuva (2012) Houston, Lev e Tucker (2010) e Anilowski, Feng e Skinner (2011).

Observou-se que os resultados encontrados divergiram da expectativa inicial do estudo, dos pressupostos da Teoria da Divulgação e das pesquisas anteriores. Tal fato pode ter relação com o tamanho da amostra, que ficou reduzida devido a dificuldades na acessibilidade dos formulários de referências mais atualizados, não tornando possível sua ampliação.

Aproveitando-se a oportunidade apresentada pela pesquisa, sugerem-se novos estudos que possam ampliar as comparações aqui evidenciadas e que também, possam discorrer sobre os fatores que condicionam as organizações optantes pela prática de *guidance* em apresentar limitadas informações sobre suas projeções futuras, ou concentrar-se apenas em determinados tipos de informação.

Referências

ALJIFRI, K.; HUSSAINEY, K. The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. *Managerial Auditing Journal*, [S.l.], v. 22, n. 9, p. 881-894, 2007. Disponível em:

<<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/02686900710829390>>. Acesso em: 21 set. 2013.

ALMEIDA, M. A.; FIGUEIREDO JÚNIOR, H. S. O uso do *guidance* como instrumento de transparência para as empresas concessionárias de distribuição de gás natural no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11, 2011, São Paulo. *Anais eletrônicos...* São Paulo: USP, 2011. Disponível em:

<<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos112011/344.pdf>>. Acesso em: 30 set. 2013.

ANHALT, A. A. *Guidance*: entre o risco e a segurança. *Revista Relações com Investidores – RI*, Rio de Janeiro, n. 110, p. 31-33, abr. 2007.

- ANIŁOWSKI, 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)**, [S.l.], v. 44, n. 1-2, p. 36-63, 2007. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410106000851>>. Acesso em: 14 set. 2013.
- BAKER, G.; MADDUX, H. Enhancing Organizational Performance: Facilitating the Critical Transition to a Process View of Management. S.A.M. **Advanced Management Journal**. Cincinnati: Autumn, v.70, n. 4; p. 43, 2005.
- BRANDÃO, I.F., et al. Características do *Guidance* nas maiores empresas da BM&FBOVESPA. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - ANPCONT, 7, 2013, Fortaleza, **Anais...**, Fortaleza: ANPCONT, 2013, CD-ROOM.
- _____; DE LUCA, M. M. M; VASCONCELOS, A. C. Disclosure de *Guidance* e características das firmas listadas na BM&FBOVESPA. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - ANPCONT, 7, 2013, Fortaleza, **Anais...**, Fortaleza: ANPCONT, 2013, CD-ROOM.
- BOURNE, M.; FRANCO, M.; WILKER, J. Corporate performance Management. **Measuring Business Excellence**, [S.l.], v. 7, n. 37, p. 15-21, 2003.
- CABRAL, E. IBRI inicia discussão sobre *Guidance* no Brasil. **Revista Relações com Investidores – RI**, Rio de Janeiro, n. 110, p. 20-22, abril 2007.
- CALLADO; A. A. C.; CALLADO, A. L. C.; ANDRADE, L. P. Padrões de utilização de indicadores de desempenho não-financeiros: um estudo exploratório nas empresas de Serra Talhada/PE. **ABCustos, Revista da Associação Brasileira de Custos**, São Leopoldo-RS, v. 3, n. 2, p.1-23, mai/ago, 2008. Disponível em: <<http://www.unisinos.br/abcustos/pdf/art.1%20Revista%20ABCustos.pdf>>. Acesso em 30 set. 2013.
- COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO (CODIM). **Pronunciamento de orientação nº 4–guidance**, de 17 de abril de 2008. Dispõe sobre melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia– *guidance*. Necessidade de padronização de divulgação, como forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e governança corporativa. São Paulo: CODIM, 2008. Disponível em: <http://www.codim.org.br/downloads/Pronunciamento_Orientacao_04.pdf>. Acesso em: 15 set. 2013.
- CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 6, n. 1, p. 85-101, jan./mar. 2010.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M.S. Divulgação Voluntária de Informações de Natureza Social: um estudo nas empresas brasileiras. **RAUSP-E, Revista de Administração Eletrônica da USP**, São Paulo, v.1, n.1, p.1-23, janeiro/2008. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/Revista_eletronica/v1n1/artigos/v1n1a6.pdf>. Acesso em: 14 set. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 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/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 14 set. 2013.

DYE, R. An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 32, p. 181-235, 2001.

GABRIEL, F.; PIMENTEL, R. C.; MARTINS, G. A. Epistemologia da pesquisa em contabilidade e finanças: análises de plataformas teóricas no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9, 2009, São Leopoldo, **Anais...** São Leopoldo: Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN), 2009. CD-ROOM.

GONZALEZ, R. Os conceitos da sustentabilidade nos *guidance* na criação de valor. **Revista Relação com Investidores- RI**, Rio de Janeiro, n. 110, p. 19-19, abril 2007.

HELFERT, E. A. **Técnicas de análise financeira**, 9 ed. Rio de Janeiro: Bookman, 2000.

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**, Toronto, v. 27, n.1, p.143-185, 2010. Disponível em: <http://bear.warrington.ufl.edu/tucker/2010_CAR_to_guide_or_not_to_guide.pdf>. Acesso em: 18 set. 2013.

ISIK, Z.; et al. Impact of Resources and Strategies on Construction Company Performance. **Journal of Management in Engineering**, [S.l.], v. 26, n. 1, p. 9-18, 2010.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D.P; **Alignment: Using the Balanced Scorecard to Create Corporate Synergies**. Boston : Havard School Press, 2008.

KOCH, A.S.; LEFANOWICZ, C.E.; ROBINSON, J.R. The effect of quarterly earnings guidance on share values in corporate acquisitions. **Journal of Corporate finance**, [S.l.], v.18, n.5, p.1269-1285, dec., 2012.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. D. **Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research**. jul. 2007. Disponível em: < <http://www.lums.lancs.ac.uk/files/02PaperEconomicCon.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2013.

LIMA, G. A. S. F. de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira**, 2007. 118 p. Tese

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

MACEDO NETO, H. et al. Fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o pronunciamento de orientação n° 04/2008 do Codim. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36, 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: EnANPAD, 2012. CD-ROOM.

MAHONEY, W. F. O bom, o ruim e o desagradável. **Revista Relação com Investidores -RI**, Rio de Janeiro, n. 121, p. 26-29, abril 2008.

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**, [S.l.], v. 2, n. 2, p. 125-141, 2012. Disponível em: <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijaftr/article/view/2257>>. Acesso em: 18 set. 2013.

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.

_____; et al. Impacto do nível de *disclosure* corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9, 2010, São Paulo. **Anais.....** São Paulo: USP, 2010. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos102010/398.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2013.

NASCIMENTO; A. M.; REGIONATO, L. **Controladoria**: instrumento de apoio ao processo decisório. São Paulo: Atlas, 2010.

NIRI. National Investor Relations Institute. **Guidance practices and preferences– 2012** survey results, Sept. 2012. Disponível em: < http://www.capitalaberto.com/wp-content/uploads/2013/05/NIRI_Guidance_Practices_and_Preferences_2012.pdf>. Acesso em: 21 set. 2013.

PAULA, M. M; VIEIRA, J. Estudo de Eventos Amparados em Métricas Contábeis. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 6 n. 15, p. 80-94, 2012.

RICHARD, P. J, et al. Measuring organizational performance: towards methodological best practice. **Journal of Management**, [S.l.], v. 35, n. 2, p. 718-804, 2009.

ROGERSS, J.L; SKINNER, D.I; VAN BUSKINK, A. Earnings Guidance and market uncertainly. **Journal of Accounting y Economics**, [S.l.], v.48, n.1, p. 90-109, oct. 2009.

ROVER, S.; et al.. Explicação para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. **Revista de Adm. USP**, São Paulo, v. 47, n. 2, p. 217-230, abri/ junho, 2012.

SALOTTI, B. M. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**, 2005. 156 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis. Universidade de São Paulo, 2005.

_____; YAMAMOTO, M.M. Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças–USP**, São Paulo, v. 19, n. 48, p. 37-49, set/dez 2008. Disponível em :
<<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34269/37001>>. Acesso em: 04 set. 2013.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro**. 2004. 243 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

SCHVIRCK, E; LUNKES, R. J; GASPARETTO, V. Divulgação de Informações por Segmento: Panorama da Aplicação do CPC 22. **Repec- Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v.7, n. 2, p. 131-146, 2013. Disponível em:
<<http://www.repec.org.br/index.php/repec/article/view/571>>. Acesso em: 04 set. 2013.

SEYBERT, N.; YANG, H.I. The party's over: the role of earnings guidance in resolving sentiment driven overvaluation. **Management Science**, [S.l.], v.58, Issue 2, p. 308-319, february, 2012.

SCOTT, D. R. The basis of accounting principles. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 16, n. 4, p.341-349, dec. 1941.

SOBRAL, F; PECI, A. **Administração: teoria e prática no contexto brasileiro**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2008.

TANG, M. M. **What Guides the Guidance? Na Empirical Examination of the Dynamic Disclosure Theory**. 2012. Disponível em:
<https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_033936.pdf>. Acesso em: 30 set. 2013.

TRUEMAN, B. Why do managers voluntarily release earnings forecasts? **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v.8, n. 1, p. 53-71, 1986, Disponível em:<<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410186900108>>. Acesso em: 30 set. 2013.

VERGILI, R. Codim divulga pronunciamento sobre *guidance*. **Revista de Informações para Investidores - RI**, Rio de Janeiro, nº 121, p. 32, abril 2008.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**,[S.l.], v. 22, p. 97-180, 2001. Disponível em:
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276699>. Acesso em: 15 set. 2013.

YAMAMOTO, M. Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa, 2005. Tese (Livre Docência)-Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.