

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE**

**REFLEXOS DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA NA EVIDENCIAÇÃO DE PROJEÇÕES DE
RESULTADOS FUTUROS**

Mestrando: André Folster
Orientador: Ernesto Fernando
Rodrigues Vicente, Dr.

**Florianópolis
2016**

André Folster

**REFLEXOS DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA NA EVIDENCIAÇÃO DE PROJEÇÕES DE
RESULTADOS FUTUROS**

Dissertação submetida ao Programa de
Pós-Graduação em Contabilidade da
Universidade Federal de Santa Catarina
para a obtenção do Grau de Mestre em
Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Ernesto Fernando
Rodrigues Vicente

**Florianópolis
2016**

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Folster, André

Reflexos dos mecanismos de governança corporativa na
evidenciação de projeções de resultados futuros / André
Folster ; orientador, Ernesto Fernando Rodrigues Vicente -
Florianópolis, SC, 2016.
121 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação
Multidisciplinar em Saúde.

Inclui referências

1. Saúde. 2. Contabilidade. 3. Evidenciação voluntária.
4. Projeções de resultados futuros. 5. Governança
corporativa. I. Vicente, Ernesto Fernando Rodrigues. II.
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós
Graduação Multidisciplinar em Saúde. III. Título.

André Folster

**REFLEXOS DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA NA EVIDENCIAÇÃO DE PROJEÇÕES DE
RESULTADOS FUTUROS**

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de “Mestre”, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Contabilidade.

Florianópolis, 27 de junho de 2016.

Prof. José Alonso Borba, Dr.

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

Banca Examinadora:

Prof. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, Dr.

Orientador

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Sílvio Hiroshi Nakao, Dr.

Universidade de São Paulo

Prof.^a Ilse Maria Beuren, Dra.

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. José Alonso Borba, Dr.

Universidade Federal de Santa Catarina

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelo dom da vida, pelos momentos maravilhosos já vividos e os que ainda virão, pelos momentos de conhecimento e por me manter de pé sempre que eu precisei.

Aos meus pais, Henrique e Cida, pelo amor, carinho, aprendizados e exemplos ao longo de toda minha vida, fundamentais para a construção dos meus valores.

À Karine, minha namorada, pelo amor, companheirismo, compreensão e paciência nas horas ausentes. Agradeço por todos os incentivos nos momentos difíceis e pelas contribuições nesta jornada.

À toda minha família, em especial aos meus irmãos, Henrique Junior e Wagner, e à minha sobrinha Rafaela.

Agradeço ao professor e orientador Dr. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, pelo apoio e contribuições que me guiaram na realização deste trabalho e pela confiança a mim depositada.

Aos participantes do NPGO, pelas discussões e contribuições nas pesquisas. Em especial ao amigo Prof. Raphael Camargo, pelas contribuições e ensinamentos.

A todos os professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da UFSC pelos conhecimentos transmitidos. Em especial aos professores Dra. Ilse Maria Beuren e Dr. José Alonso Borba pelas valiosas contribuições a este trabalho.

Ao Prof. Dr. Alex Mussoi Ribeiro pelos ensinamentos estatísticos, essenciais à elaboração deste trabalho.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela bolsa de estudos.

Aos colegas do PPGC/UFSC, em especial Kevin, Lucas, Luiza, Marcelo, e Rafael Farias, pelo convívio, amizade e troca de conhecimentos.

“A conquista da liberdade é algo que faz tanta poeira, que por medo da bagunça, preferimos, normalmente, optar pela arrumação.”

Carlos Drummond de Andrade

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é identificar se as propriedades das projeções de receita líquida e de EBITDA são influenciadas por mecanismos de governança. Para isso, foram verificadas todas as evidenciações de projeção de receita líquida e de EBITDA no período de 2010 a 2014 nas empresas listadas na BM&FBovespa. Resultaram em uma amostra de 54 e 81 observações para cada tipo de projeção. Foram realizados quatro testes no intuito de perceber as características das projeções em relação às práticas de governança. Assim, foram analisados acurácia, erro, acerto, pessimismo e otimismo. Utilizou-se regressão com dados em painel para verificar a acurácia e o erro, e regressão logística com dados em painel para os testes com acerto, otimismo e pessimismo. Os resultados alcançados demonstram que os mecanismos de governança são relacionados com as propriedades das projeções de receita líquida e de EBTDA. Desse modo, se destacam por serem associados com maior acurácia os seguintes mecanismos: maior independência do conselho de administração, maior independência do comitê de auditoria, empresas maiores e melhor desempenho. Portanto, de modo geral, esses mecanismos contribuem para ter o menor desvio nas projeções. Já no otimismo e pessimismo há relações diferentes entre os tipos de projeção. Não é possível afirmar qual é o mais benéfico aos acionistas, visto que cada um tem suas preferências. Além de associar a governança e as projeções, o presente trabalho verificou a relação dos mecanismos de governança na evidenciação de projeções, e de modo geral, apontou que, quando respeitados os princípios de boa governança, eles são benéficos para que os acionistas tenham projeções de melhor qualidade, ou seja, com mais acurácia. Assim, conclui-se que o maior número de membros no conselho de administração ou a mera existência do comitê de auditoria não são suficientes para garantir a melhor informação para os acionistas. Para isso, se faz necessário que estes órgãos sejam compostos por membros independentes. As conclusões obtidas neste estudo podem contribuir para a literatura de governança corporativa, de evidenciação voluntária e de *guidance*, bem como, para a utilização prática do mercado, visto que os acionistas procuram as melhores informações para sustentar suas decisões.

Palavras-chave: Projeções de resultados futuros; Guidance; Evidenciação voluntária; Governança Corporativa

ABSTRACT

This study seeks to determine whether the characteristics of net revenues and EBITDA projections are influenced by corporate governance mechanisms. Toward this end, all disclosure on net revenue and EBITDA projections by BM&FBovespa-listed companies between 2010-14 were retrieved, which yielded a sample of 54 and 81 observations, respectively. Following this, four tests were carried out in order to identify characteristics of these projections vis-à-vis governance practices. With this, accuracy, error, optimism, pessimism and goal-meeting were submitted to analysis: in the case of the former two, panel data was employed, while the latter three underwent logistical regression modeling. The results obtained indicated that governance mechanisms are related to these characteristics of net revenues and EBITDA projections. More specifically, the following mechanisms were shown to be associated with a greater degree of accuracy: greater board of director independence, greater audit committee independence, larger company size and better-performing firms. In general, this means that these mechanisms contribute to a lesser deviation between results projected and achieved. Optimism and pessimism, however, were found to have different relationships to the various types of projections; it was not possible to determine which is of greatest benefit to shareholders, given that each has unique preferences. In addition to these findings, this study also verified the relationship between governance mechanisms and disclosure on projections, highlighting that an adherence to the principles of good governance leads to higher quality information being provided to shareholders, which is to say, more accurate projections. The study concludes that neither a greater number of members participating on the board of directors nor the mere existence of an audit committee guarantees better information for shareholders. As such, the independence of the members on each of the same becomes necessary. These findings stand to contribute to the literature on corporate governance, voluntary disclosure and guidance, as well as practical application, given that shareholders continually seek out better grounds on which to base decisions.

Keywords: Guidance; earnings projections; voluntary disclosure; corporate governance

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 – Margem de acerto | 53 |
| Figura 2 – Margem de Acerto e Otimismo..... | 55 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|----|
| Quadro 1 – Estudos similares..... | 46 |
| Quadro 2 – Resumo das variáveis dependentes | 56 |
| Quadro 3 – Síntese das variáveis independentes..... | 59 |
| Quadro 4 – Síntese das variáveis de controle..... | 61 |
| Quadro 5 – Área abaixo da curva ROC..... | 66 |
| Quadro 6 – Resumo dos resultados de Receita Líquida e os fatores positivos e negativos | 84 |
| Quadro 7 – Resumo dos resultados de Receita Líquida e os fatores positivos e negativos | 95 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 – Distribuição do <i>guidance</i> por ano..... | 49 |
| Tabela 2 – Distribuição da variável ACERT..... | 54 |
| Tabela 3 – Distribuição da variável OTIM1..... | 55 |
| Tabela 4 – Distribuição da variável OTIM2..... | 56 |
| Tabela 5 – Resultados dos testes Breusch-Pagan e Hausman | 65 |
| Tabela 6 – Distribuição das observações | 67 |
| Tabela 7 – Descrição das variáveis e decomposição de variância <i>within</i> e <i>between</i> das projeções de receita líquida..... | 68 |
| Tabela 8 – Descrição das variáveis e decomposição de variância <i>within</i> e <i>between</i> das projeções de EBITDA..... | 70 |
| Tabela 9 – Modelo de regressão em painel com efeitos fixos – variável dependente ACUR – Receita Líquida | 74 |
| Tabela 10 – Modelo de regressão em painel com efeitos fixos – variável dependente ERRO – Receita Líquida..... | 75 |
| Tabela 11 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente ACERT – Receita Líquida | 77 |
| Tabela 12 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM1 – Receita Líquida | 78 |
| Tabela 13 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM2 – Receita Líquida | 80 |
| Tabela 14 – Síntese dos modelos de Receita Líquida | 82 |
| Tabela 15 – Modelo de regressão em painel com abordagem POLS – variável dependente ACUR - EBITDA..... | 85 |
| Tabela 16 – Modelo de regressão em painel com abordagem POLS – variável dependente ERRO - EBITDA | 87 |
| Tabela 17 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente ACERT - EBITDA | 88 |
| Tabela 18 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM1 – EBITDA | 90 |
| Tabela 19 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM2 – EBITDA | 91 |
| Tabela 20 – Síntese dos modelos de EBITDA | 93 |
| Tabela 21 – Comparativo entre os resultados das observações de receita líquida e de EBITDA..... | 97 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|-------------|--|
| BM&FBovespa | Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo |
| CEO | <i>Chief Executive Officer</i> |
| CODIM | Comitê de Orientação para divulgação de Informações ao Mercado |
| Coef. | Coefficiente |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| DFPs | Demonstrações Financeiras Padronizadas |
| EBITDA | Lucro antes de juros impostos depreciação e amortização |
| IBGC | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa |
| IPO | Oferta Pública Inicial |
| MQG | Mínimos Quadrados Generalizados |
| MQO | Mínimos Quadrados Ordinários |
| NPGO | Núcleo de Pesquisa em Governança nas Organizações |
| PPGC-UFSC | Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina |
| Prob. | Probabilidade |
| SEC | <i>Securities and Exchange Commission</i> (CVM dos Estados Unidos) |
| Sig. | Significância |
| SOX | Lei Sarbanes-Oxley |

SUMÁRIO

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | INTRODUÇÃO | 25 |
| 1.1 | PROBLEMÁTICA | 27 |
| 1.2 | OBJETIVOS..... | 28 |
| 1.2.1 | Objetivo geral..... | 28 |
| 1.2.2 | Objetivos específicos..... | 28 |
| 1.3 | JUSTIFICATIVA DO ESTUDO..... | 28 |
| 1.4 | DELIMITAÇÃO DA PESQUISA..... | 30 |
| 1.5 | ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO | 30 |
| 2 | REVISÃO DA LITERATURA..... | 33 |
| 2.1 | TEORIA DA AGÊNCIA..... | 33 |
| 2.2 | GOVERNANÇA CORPORATIVA | 36 |
| 2.2.1 | Conselho de Administração | 38 |
| 2.2.2 | Comitê de Auditoria | 39 |
| 2.2.3 | Estrutura de Propriedade | 41 |
| 2.3 | EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA | 43 |
| 2.4 | <i>Guidance</i> (Projeções De Resultados Futuros) | 44 |
| 2.5 | ESTUDOS SIMILARES | 46 |
| 3 | METODOLOGIA DA PESQUISA..... | 49 |
| 3.1 | DELINEAMENTO DA PESQUISA..... | 49 |
| 3.2 | AMOSTRA DA PESQUISA..... | 49 |
| 3.3 | COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS..... | 50 |
| 3.4 | CONSTRUTO | 51 |
| 3.4.1 | Variáveis dependentes..... | 51 |
| 3.4.2 | Variáveis independentes..... | 57 |
| 3.4.3 | Variáveis de controle..... | 61 |
| 3.5 | TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS | 62 |
| 3.5.1 | Regressão com dados em painel..... | 63 |
| 3.5.2 | Regressão em painel logístico..... | 65 |
| 3.6 | LIMITAÇÕES DA PESQUISA | 66 |
| 4 | APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS | 67 |
| 4.1 | ESTATÍSTICA DESCRITIVA | 67 |
| 4.2 | RESULTADOS DAS OBSERVAÇÕES DAS PROJEÇÕES DE RECEITA LÍQUIDA | 73 |
| 4.2.1 | Acurácia | 73 |
| 4.2.2 | Erro..... | 75 |
| 4.2.3 | Acerto..... | 76 |
| 4.2.4 | Otimismo..... | 78 |
| 4.2.5 | Análise das propriedades das projeções de receita líquida | 81 |

| | | |
|-------|---|-----|
| 4.3 | RESULTADOS DAS OBSERVAÇÕES DAS PROJEÇÕES DE EBITDA..... | 85 |
| 4.3.1 | Acurácia..... | 85 |
| 4.3.2 | Erro..... | 86 |
| 4.3.3 | Acerto..... | 88 |
| 4.3.4 | Otimismo..... | 89 |
| 4.3.5 | Análise das propriedades das projeções de EBITDA... | 92 |
| 4.4 | ANÁLISE COMPARATIVA DOS TESTES DE RECEITA LÍQUIDA E EBITDA..... | 96 |
| 5 | CONCLUSÃO..... | 101 |
| 5.1 | CONCLUSÕES..... | 101 |
| 5.2 | RECOMENDAÇÕES..... | 103 |
| | REFERENCIAS..... | 105 |

| | | |
|--|---|-----|
| | Apêndice A – Correlação de Pearson para variáveis das projeções de Receita Líquida..... | 112 |
| | Apêndice B – Correlação de Pearson para variáveis das projeções de EBITDA..... | 114 |
| | Apêndice C – Classificação correta ACERT – Receita Líquida..... | 116 |
| | Apêndice D – Classificação correta OTIM1 – Receita Líquida..... | 117 |
| | Apêndice E – Classificação correta OTIM2 – Receita Líquida..... | 118 |
| | Apêndice F – Classificação correta ACERT – EBITDA..... | 119 |
| | Apêndice G – Classificação correta OTIM1 - EBITDA..... | 120 |
| | Apêndice H – Classificação correta OTIM2 – EBITDA..... | 121 |

1 INTRODUÇÃO

A separação entre propriedade e gestão pode ocorrer tanto pelo crescimento da empresa e pela impossibilidade de comandar todas as áreas, como pela necessidade de arrecadar recursos para investimentos e a venda de parte das ações para terceiros. Mas existem, também, aquelas empresas em que o capital é totalmente pulverizado, em que não há um sócio majoritário, e a condução da empresa dá-se por gestores.

Em todos esses casos, quem está de fora da empresa (*outsider*) tem menos informações do que aqueles que estão lá dentro (*insider*), até mesmo porque, são estes que as produzem. Contudo, *outsiders* necessitam de informações para a tomada de decisões, avaliar o desempenho da empresa e dos gestores que representam seus interesses. E para tanto, há basicamente dois tipos de divulgação financeira nas empresas que possibilitam o acesso à informação para àqueles que estão de fora: a compulsória e a voluntária.

A divulgação compulsória é obrigatória por determinação legal, por leis, normas e resoluções. Assim, caracteriza-se por não ser uma opção da empresa em divulgar ou não, e, caso não divulgue, sofre sanções. A obrigatoriedade dessas divulgações parte dos órgãos reguladores e dos governos, os quais têm o intuito de proporcionar um mínimo de informação para os interessados na empresa. Dentre estas divulgações se destacam as demonstrações padronizadas, relatório da administração, formulário de referência, e outras conforme o contexto de seu segmento.

A divulgação voluntária, por sua vez, está relacionada à iniciativa da empresa em divulgar informações não obrigatórias. Ao contrário das evidenciações obrigatórias, estas os gestores têm o poder de optar pela forma, especificidade e até mesmo o momento de divulgar. As opções podem ser distintas entre as empresas e permite associar as características boas e ruins. Dentre as possíveis evidenciações voluntárias, uma delas é a projeção de resultado futuro (*guidance*).

O *guidance* é evidenciado pelas empresas e sugere, aos interessados, o que os gestores esperam que aconteça com um ou mais indicador da entidade no futuro. Essa informação é mais um elemento que pode ser utilizado pelos investidores nas tomadas de decisões.

No entanto, pelo poder discricionário dos gestores, a literatura trata o tema divulgações voluntárias com cuidado, devido à possibilidade dos gestores só divulgar informações voluntárias quando o benefício de divulgá-las é maior do que os custos de não divulgá-las. Nesse sentido, Verrecchia (2001, p.141) questiona: “quais

circunstâncias fazem com que o gestor divulgue ou retenha essas informações?”.

Por possíveis favorecimentos, as evidenciações das projeções estão sujeitas a serem maculadas, da mesma forma como tratado pela Teoria do *Disclosure* Discricionário (VERRECCHIA, 2001), que defende que os gestores só evidenciam voluntariamente quando tal divulgação gerar benefícios para a entidade e/ou gestores, ou seja, caso os benefícios da divulgação forem maiores do que os custos.

Assim, as projeções de resultados futuros têm como benefício a aproximação dos acionistas com os gestores, o conhecimento das estimativas futuras, a diminuição da assimetria de informações, o embasamento para a tomada de decisão, entre outros. Quanto aos aspectos maléficos, pode-se observar o ilusório conhecimento da empresa, o aumento da assimetria da informação, as decisões erradas, o que pode ocasionar perda financeira e oportunidades para os principais (acionistas).

Nesse contexto, o estudo parte do princípio de que se houver apenas os gestores, sem mecanismos que os controlem, que verifiquem seu desempenho e que lhe façam exigências, eles poderão agir em benefício próprio, o que, muitas vezes, é o oposto do interesse dos acionistas. Ou seja, na ausência de tais mecanismos, a possibilidade dos gestores em deturpar as projeções em benefício próprio e/ou da empresa se torna maior.

Isso porque, embora a escassez de informações possa ser suprida pela evidenciação das projeções, por outro lado, há a possibilidade de que elas sejam realizadas com a finalidade de gerenciar expectativas dos *outsiders*. O que pode ocasionar a perda de capital de investidores, pois, ao se basearem em projeções gerenciadas, estes podem tomar decisões erradas.

No entanto, esse interesse por benefícios e o favorecimento particular dos gestores são teoricamente dificultados na presença de mecanismos implantados na empresa. De modo que, ao final, a pretensão seja beneficiar a empresa e os seus acionistas.

Dessa forma, as práticas de governança corporativa são formas de proteger ou assegurar os interesses dos acionistas e dos demais interessados. Essas práticas tendem a alinhar os interesses entre o principal e o agente e diminuir a assimetria de informações. Estudos apontam que com a implantação de práticas de governança, as empresas passam a ter mais transparência, menor gerenciamento de resultados, melhoram os canais de comunicação, inserem representantes dos

acionistas na gestão por meio do conselho de administração e seus comitês, entre outros que vão ao encontro dos interesses dos acionistas.

A acurácia é o principal fator para verificar a qualidade da projeção de resultado futuro e dos mecanismos de governança corporativa. Quanto menor o desvio, mais eficiente são os mecanismos para realizarem tais evidenciações. Além disso, o ideal seria sempre acertar, porém, cada acionista tem a sua característica e essa pode se identificar melhor com gestores que sejam prudentes/pessimistas ou otimistas. Esse trabalho identifica quais são os fatores que são associados a isso.

Assim, com a identificação de variáveis que são associadas ao alcance dos valores realizados, os investidores têm a oportunidade de identificar a probabilidade de aquelas informações estarem corretas, e, portanto, ajudá-los na tomada de decisão. Como também, podem exigir que as empresas adotem medidas para melhorar suas estruturas. Pode não levar a fatores definitivos, porém diminui os riscos das projeções estarem enviesadas.

1.1 PROBLEMÁTICA

O *guidance* é uma evidenciação de caráter opcional e não é obrigatória a sua auditoria. A informação transmitida pode ser de utilidade para os investidores, pois ele demonstra a expectativa futura dos gestores, visto que estes são detentores de informações confidenciais e estão muito melhor informados do que qualquer outro. Porém, a expectativa criada, pode ser diferente da realidade, seja por um erro ou intencionalmente.

Assim, conforme realizada a evidenciação das projeções, podem surgir algumas consequências e custos para a empresa, os gestores e/ou acionistas, bem como efeitos positivos (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, BAIK; JIANG, 2006, LIU; ZHUANG, 2011; CHENG; LUO; YUE, 2013).

Consequências/custos:

- ✓ Perda de credibilidade por parte do usuário;
- ✓ Prováveis perdas para acionistas ao acreditarem nas projeções otimistas;
- ✓ Bom desempenho falso em projeções pessimistas;
- ✓ Perda de credibilidade da informação contábil/projeções.

Efeitos positivos:

- ✓ Maior confiança por parte dos usuários da informação contábil;
- ✓ Maior confiabilidade na qualidade das demonstrações e das projeções;
- ✓ Avaliação de desempenho dos gestores pelos acionistas;
- ✓ Comparabilidade das expectativas futuras com o desempenho atual;
- ✓ Teste da eficácia dos mecanismos de governança.

Isso posto, o presente estudo se propõe a responder a seguinte pergunta de pesquisa: Qual a influência dos mecanismos de governança nas propriedades das projeções de receita líquida e de EBITDA?

1.2 OBJETIVOS

Para responder ao problema de pesquisa, foram definidos os objetivos apresentados a seguir.

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo do presente estudo é identificar a influência dos mecanismos de governança nas propriedades das projeções de receita líquida e de EBITDA.

1.2.2 Objetivos específicos

Para alcançar ao objetivo geral, tem-se como objetivos específicos:

- a) Identificar a relação entre a acurácia nas projeções de receita líquida e do EBITDA com as práticas de governança;
- b) Avaliar a interação entre os mecanismos de governança e a probabilidade de acerto, otimismo e pessimismo das projeções de receita líquida e EBITDA;
- c) Comparar as projeções de receita líquida com as projeções de EBITDA em relação aos mecanismos de governança corporativo.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O presente estudo se justifica pela discussão da qualidade da evidenciação voluntária, que pode influenciar diretamente nas decisões e nas expectativas de acionistas. Também, em relação à eficácia dos

mecanismos de governança para conter os vieses que possam vir a ocorrer por parte dos gestores na evidenciação de projeções de resultados futuros.

A governança corporativa é reconhecida pela literatura como uma forma de proteger os acionistas dos interesses pessoais dos gestores. A presença de tais práticas, intuitivamente e pela literatura, contribui para a qualidade do *guidance*, o que motivou a realização do presente estudo.

Além do mais, os estudos atuais utilizam projeções de lucro por ação para os seus testes. A prática de divulgar projeção de lucro por ação não é comum no Brasil, o que motivou utilizar outros indicadores, que no caso, foram utilizados aqueles que tinham a maior frequência, receita líquida e EBITDA.

O estudo tem como diferencial a utilização de uma população com empresas brasileiras. A maioria dos estudos quanto ao *guidance* e às teorias que o cerca são com testes realizados em outros países, os quais têm mercado financeiro maior e com empresas com capital diversificado.

As empresas brasileiras foram escolhidas devido ao acesso às informações – mesmo que não tabuladas em banco de dados, estão disponíveis ao público – e, também pela importância no cenário mundial da economia brasileira, que no ano de 2011 despontou como a sexta maior do mundo, e, em 2016 configura como a nona maior.

Porém, empresas brasileiras apresentam particularidades, visto que elas têm o capital concentrado e, há poucas com ações disponíveis na bolsa. Conforme dados fornecidos pela BM&FBovespa em 2016 433 empresas com ações disponíveis para negociação.

Quanto às contribuições, o presente trabalho pode ser utilizado tanto pela academia quanto pelo mercado. A preocupação em ter informações de qualidade para a tomada de decisão é um ponto importante para os acionistas, uma vez que estes não estão dentro da empresa para terem acesso às informações. A evidenciação voluntária realizada pelos gestores diminui a assimetria de informações e mitiga os conflitos, contudo, quando a divulgação é ruim, engana os acionistas e tem o efeito contrário ao esperado (KARAMANOU; VAFEAS, 2005).

Assim, quanto ao mercado, o estudo se mostra acessível pela possível utilização dos resultados pelos investidores individuais, fundos e analistas de mercado. Nessa perspectiva, quando uma empresa emite uma projeção além do que de fato realiza, gera uma expectativa aos acionistas, e assim, estes se tornam mais inclinados a tomar decisões precipitadas.

O estudo experimental elaborado por Andrade, Odean e Lin (2012) mostra que quando as pessoas são submetidas a sentimentos de entusiasmo, elas têm maior propensão de realizarem projeções mais otimistas e a realizarem bolhas de preço de ativos do que quando submetidas a outro tipo de sentimento. Ou seja, quando as pessoas têm sentimentos otimistas, elas estão propensas a pagarem mais por determinadas ações e criarem maiores expectativas.

Além de contribuir para a literatura e para o mercado, esta pesquisa tem o intuito de contribuir com o Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (PPGC-UFSC), principalmente para o Núcleo de Pesquisa em Governança nas Organizações (NPGO). Isso porque, aprofunda os conhecimentos da governança corporativa e seus benefícios para a empresa e seus acionistas.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

O estudo fica delimitado às empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, BM&FBovespa, que emitiram previsões de resultados futuros no período de 2010 a 2014. Ademais, fica delimitado às informações disponíveis no *site* da BM&FBovespa e no *software* Economatica®. Por não ser uma amostra probabilística, os resultados limitam-se a amostra estudada.

As evidenciações investigadas limitam-se às projeções de resultados futuros de receita líquida e de EBITDA, pois estes indicadores foram os mais publicados pelas empresas no período selecionado da amostra, conforme verificado na coleta dos dados. As propriedades do *guidance*, apresentados neste estudo, são todas aplicadas a projeções destes indicadores.

1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

O presente estudo está estruturado em cinco capítulos. Nos quais são distribuídos da seguinte forma: (1) Introdução; (2) Revisão da Literatura; (3) Metodologia da Pesquisa; (4) Apresentação e Análise dos Resultados; e (5) Conclusão.

Na Introdução foi realizada uma breve contextualização do estudo e apresentado a problemática, os objetivos geral e específicos, justificativa, delimitação e, a presente seção, organização do estudo.

Na revisão da literatura foram apresentados os temas nos quais se inserem o estudo, que foram divididos nas seguintes seções: teoria da

agência, governança corporativa, evidenciação voluntária e estudos similares.

Na metodologia do estudo foram apresentados o delineamento com a classificação metodológico, a amostra de pesquisa, a coleta e tratamento dos dados, o construto com as variáveis dependentes e independentes, a técnica de análise de dados e por último as limitações da pesquisa.

A apresentação e análise dos resultados foram apresentadas em três partes, primeiro com as observações das projeções de receita líquida, depois com as observações das projeções de EBITDA e por último uma análise comparativa entre os resultados de receita líquida e de EBITDA.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Cada vez mais os proprietários dos recursos se afastam do seu capital e designam gestores para administrar a empresa com a intenção de ter sua riqueza maximizada (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005). Com a separação da figura do proprietário e do controle ou gestor surge o problema de diferentes interesses em volta de uma mesma organização. Deste modo, já em 1776, Adam Smith descreveu sua preocupação com os diretores das sociedades anônimas, pois estes não teriam a mesma preocupação e zelo com a empresa do que os sócios de uma sociedade de capital fechado.

Smith (1776) acreditava que aquelas empresas em que os donos estavam presentes e atuando na empresa (capital fechado) seriam melhor cuidadas do que aquelas em que muitas vezes não se conhecia nem a totalidade dos sócios (capital aberto) e a função de gerir os recursos era atribuída a terceiros. Fama e Jensen (1983) corroboram com o entendimento de que com a separação entre a propriedade e o controle, o processo de decisão está nas mãos de gestores e que estes não têm os mesmos interesses que os principais.

Neste sentido, Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência, como um contrato, no qual, uma ou mais pessoas (principal) deixam a cargo de outra (agente) a responsabilidade para tomarem decisões em seu lugar. No entanto, assim como Smith (1776), Jensen e Meckling (1976) preconizavam que nesta relação poderia haver alguns conflitos, pois, se ambas as partes estão interessadas em maximizar seus interesses, pode ocorrer que nem sempre o agente atue em busca do melhor interesse do principal.

Essa relação conflituosa é amplamente discutida pela Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que trata sobre os agentes envolvidos, o custo gerado e as ações que mitigam tal conflito. Jensen e Meckling (1976) apontam que os custos de agência são a soma das despesas com o monitoramento dos agentes, as despesas com incentivos para limitar as ações dos agentes e, ainda, as despesas com as decisões divergentes realizadas pelos agentes ou perdas residuais.

Conforme os mesmos autores, é praticamente impossível que o principal garanta que o agente tomará decisões a seu favor com custo zero. Segundo Abdel-Khalik (2002), mesmo que o custo da introdução de medidas que pretendam mitigar o conflito possa ser alto, a sua não

implantação pode render valores maiores, como no caso das empresas americanas do início dos anos 2000.

Estas medidas podem ser com base em incentivos adequados aos agentes, para que os interesses dos mesmos se aproximem dos interesses do principal. Geralmente é improvável que os agentes tomem decisões ótimas para o principal sem nenhum custo adicional (JENSEN; MECKLING, 1976). Os acionistas se preocupam com a empresa em longo prazo, ou seja, pela sua continuidade, o que pode divergir da preocupação dos gestores, visto que eles necessitam de reconhecimento, cumprir metas e garantir seus próprios interesses, que podem ser de curto prazo.

Neste contexto, percebe-se a complexidade da relação entre o principal e o agente, pois os acionistas não estão presentes no dia-a-dia da empresa e não têm acesso aos acontecimentos, a não ser pelas informações que são divulgadas pelos próprios agentes, o que gera assimetria informacional. E, para minimizar esta diferença, faz-se necessária a adoção de medidas que monitorem e guiem as ações dos gestores.

As informações financeiras são as principais fontes de referência que os acionistas possuem para tomarem suas decisões. Karamanou e Vafeas (2005) afirmam que as divulgações financeiras consistentes mitigam os problemas de agência, pois contribuem para diminuir a assimetria informacional, contudo, a má evidenciação, por outro turno, acaba prejudicando os interessados. É importante se atentar para o fato de que os responsáveis por tais informações são os próprios gestores, ou seja, eles divulgam as informações que servirão de avaliação do desempenho de seu próprio trabalho.

Dessa forma, torna-se imprescindível que tomem medidas que impeçam que estas informações sejam evidenciadas de forma enviesada. Assim, a implantação de mecanismos de governança, implícita ou explícita, auxilia na proteção dos interesses dos acionistas e a monitorar os agentes (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005).

A literatura (ENG; MAK, 2003, AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, BEDARD; COULOMBE; COURTEAU, 2008, KARAMANOU; VAFEAS, 2005) aponta que a aplicação de boas práticas de governança corporativa contribui para a redução do conflito de agência, bem como, a diminuição da assimetria de informação. E, como consequência, traz ao investidor maior segurança. Isso porque, as empresas com melhores mecanismos de governança apresentam demonstrações financeiras de melhor qualidade, têm menos gerenciamento de resultados, estão mais propensas a evidenciar

informações voluntárias, entre outros aspectos que beneficiam aos acionistas.

Na tomada de decisão, os acionistas precisam de informações que acrescentem em relação ao desempenho e ao funcionamento da empresa. Como retratado por Barako, Hancock e Izan (2006), o acesso e a disponibilidade de informações é fundamental para a participação de investidores. Nesse aspecto, algumas empresas divulgam voluntariamente informações de projeções de resultados futuros, o que proporciona aos interessados a oportunidade de conhecer as expectativas que aquela empresa tem em relação ao seu futuro.

Já que a participação de todos dentro da empresa é inviável, essa evidenciação aproxima o conhecimento dos acionistas e abastece-o de informações que pode utilizar para fazer seu planejamento e tomar as decisões que melhor lhe cabem. Assim, o *guidance*, em conjunto com as demonstrações financeiras, desempenham papéis complementares em relação à comunicação (BALL; JAYARAMAN; SHIVAKUMAR, 2012) e, desta forma, diminuem a assimetria de informação.

Apesar de estudos anteriores apresentarem benefícios na publicação das projeções, alguns gestores preferem reter tais informações, pois a falta destas diminui a capacidade do mercado de capitais em avaliar o desempenho dos gestores (KARAMANOU; VAFEAS, 2005). Ou até mesmo, para gerenciar impressão, ou seja, convencer aos acionistas de uma situação diferente do retrospecto passado e apontar resultados melhores no futuro (BAGINSKI; CLINTON; MCGUIRE, 2014). Porém, a intenção pode ser apenas para criar expectativa e não a realidade. Neste ponto, a implantação de mecanismos de governança está associada à prática da divulgação de projeções, bem como a extensão e a qualidade das informações voluntárias (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005).

Para mitigar a assimetria de informação e cumprir o seu papel informativo, é necessário que as evidenciações sejam realizadas de forma sensata. Caso estas sofram algum tipo de viés, podem, ao invés de guiar, desvirtuar a sua finalidade de informação, o que pode resultar em perdas patrimoniais dos investidores, ao decidirem com base nessas evidenciações.

Assim, o conhecimento do *guidance* em conjunto com os mecanismos de governança, que são associados a projeções menos enviesadas e com maior utilidade, é de interesse dos usuários, visto que, podem ter maior confiança nas suas decisões. E, para as empresas, adotar mecanismos que contribuem para projeções melhores, ajuda em sua imagem perante o mercado.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança Corporativa é um conjunto de princípios que contribuem na gestão, controle, monitoramento e incentivos de uma empresa. Um de seus focos é amenizar o conflito de agência entre os seus principais usuários. Nesse sentido, objetiva alinhar interesses a fim de preservar e otimizar o valor da organização e facilitar o acesso aos recursos (IBGC, 2009).

O código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, emitido pelo IBGC (2009), traz a transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa como os princípios básicos da governança corporativa. Esses atuam no monitoramento da gestão e na proteção dos interesses dos acionistas, já que não participam do dia-a-dia da entidade (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005).

As organizações são obrigadas a evoluírem em seu desempenho e nos seus mecanismos de monitoramento, isto pela imposição da concorrência do mercado e as conseqüentes oportunidades que surgem, principalmente para os seus gestores (FAMA, 1980). A principal preocupação é garantir que os gestores tomem as melhores decisões para a empresa e seus acionistas, assim como, sejam realizadas divulgações que demonstrem a realidade da empresa e seu futuro.

Conforme retratam alguns autores (AJINKYA, BHOJRAJ, SENGUPTA, 2005; KARAMANOU, VAFEAS, 2005; BEDARD, COULOMBE, COURTEAU, 2008; AL-NAJJAR, ABED, 2014), a governança corporativa recebeu maior atenção após escândalos de repercussão mundial, como exemplo, da Enron e WorldCom. Nesses casos, foram percebidas as conseqüências de aplicação de fracos mecanismos de governança e se atentaram para a necessidade de ter um ambiente com fortes atributos de governança e, assim, garantir que os direitos dos acionistas fossem preservados.

Para Karamanou e Vafeas (2005), em resposta aos escândalos, o congresso dos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), semelhante a CVM no Brasil, e as principais bolsas de valores do mundo focaram na governança no intuito de melhorar a qualidade das divulgações financeiras. Além da parte normativa, as empresas começaram a receber maior pressão para que aplicassem mecanismos de governança fortes com o propósito de resguardar os interesses dos acionistas (AL-NAJJAR; ABED, 2014), como também, para realizarem divulgações de qualidade. E nesse ponto, Beeks e Brown (2006)

sugerem que as empresas melhor governadas realizam divulgações mais informativas.

Nas organizações com elevados padrões de mecanismos de governança corporativa, são esperadas informações financeiras de alta qualidade e com mais transparência, bem como, a redução da assimetria de informações e o melhor monitoramento em conjunto com a implantação de membros independentes que representem os interesses dos acionistas (AL-NAJJAR; ABED, 2014).

Assim, os mecanismos de governança corporativa influenciam na evidenciação, no sentido que a governança corporativa eficaz está positivamente associada com a quantidade e a qualidade das divulgações (ENG; MAK, 2003, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, KELTON; YANG, 2008). Isto se deve, segundo Kelton e Yang (2008), a prováveis respostas à assimetria da informação gerada entre os agentes.

Chan et al. (2013) apontam que os gestores conhecem mais das perspectivas futuras da organização do que os acionistas, porém, existem incentivos para que eles não cumpram com seu papel de informar continuamente. Contudo, os incentivos remuneratórios, os mecanismos de governança e a independência dos gestores aumentam a probabilidade de haver mais e melhores divulgações aos acionistas, além de ajudar a impedir que os gestores se beneficiem com incentivos que são contrários aos interesses dos investidores.

Assim, a literatura (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, KELTON; YANG, 2008, AHMAD-ZALUKI; WAN-HUSSIN, 2010, LIU; ZHUANG, 2011, CHAN et al., 2013) identifica que as organizações com conselho de administração composto por membros externos, comitê de auditoria com membros externos e com *expertise* na área financeira e a participação de investidores institucionais estão associados com melhores projeções de resultados futuros.

Como benefícios da adoção dos mecanismos de governança, Beeks e Brown (2006) apontam que as empresas com melhores mecanismos realizam divulgações mais informativas e o tempo de resposta do preço das ações é mais rápido. E, conforme Wang e Hussainey (2013), as previsões das empresas melhor governadas contribuem na habilidade do mercado de antecipar lucros futuros.

Desta forma, Karamanou e Vafeas (2005) apontam que a aplicação da estrutura de governança está associada à decisão de divulgar informações voluntárias e à qualidade das informações financeiras. No mesmo sentido, Al-Najjar e Abed (2014) indicam que a governança aprimora a qualidade das informações e aumenta a

transparência, o que contribui para melhorar o sistema de monitoramento e reduzir a assimetria de informações existente entre os gestores e os acionistas.

2.2.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é um órgão instituído com a finalidade de monitorar as relações existentes na empresa, tanto internas quanto externas. Sua principal função é examinar os gestores, que são os tomadores de decisão dentro da empresa (FAMA, 1980). Este conselho tem a última palavra na empresa, ele contrata, define as regras, a remuneração e monitora o CEO (JENSEN, 2010).

Fama (1980) sugere que a inclusão de diretores externos pode melhorar, a baixo custo, o monitoramento dos gestores e diminuir a possibilidade de conluio. A figura do diretor externo no conselho de administração, devido à posição e à presumível independência, tem mais incentivos para propiciar maior transparência em favor dos acionistas do que aos demais diretores (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005) e, ainda, impedir o oportunismo gerencial (KARAMANOU; VAFEAS, 2005).

Como parte de suas funções, espera-se que eles garantam, além de melhor desempenho e cuidado com a riqueza dos acionistas, mais e melhores evidenciações que sejam decisivas nas tomadas de decisões. Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) acreditam que como eles determinam e monitoram as políticas de divulgação, na presença deles há mais probabilidade de evidenciações voluntárias. Klein (2002) aduz que estes são mais eficazes no acompanhamento da contabilidade da empresa.

Porém, há uma visão alternativa, na qual a presença de diretores externos pode se tornar ineficaz, ou por ter fidelidade aos gestores ou pela postura do conselho que desencoraja conflitos (MACE, 1986; JENSEN, 1993; 2010), o que impede que os conselheiros externos cumpram com o seu papel fiduciário.

A quantidade de membros do conselho é outro fator que influencia seu desempenho. Para Jensen (2010), o ideal é ter entre sete e oito pessoas, e quando excede essa quantidade, aumenta a propensão de serem menos eficazes e mais fáceis de serem controlados pelo CEO. Karamanou e Vafeas (2005) expõem que o aumento no número de conselheiros indicaria provável melhora no desempenho, já que isto aumenta a base de conhecimento do conselho, no entanto, alertam que conselhos maiores podem ser menos flexíveis, o que geraria a ineficiência. Yermack (1996) relata que em empresas públicas, o

tamanho do conselho é inversamente proporcional ao desempenho da empresa.

Para o presente estudo, foram utilizados como *proxys* do conselho de administração a quantidade de membros e a independência. Porém, existem outros fatores que são indicados como influentes nas evidenciações voluntárias e nas projeções, como: frequência de reuniões (VAFEAS, 1999, KARAMANOU; VAFEAS, 2005) e presidência do conselho (JENSEN, 2010).

Com o exposto, acredita-se que o monitoramento e o desempenho das evidenciações estão relacionados às características do conselho de administração, que no presente estudo estão representados pela quantidade de membros e a independência.

2.2.2 Comitê de Auditoria

Comitê de auditoria é um órgão acessório do Conselho de Administração (IBGC, 2009), que tem como responsabilidade supervisionar as divulgações obrigatórias e voluntárias, assessorar o conselho na auditoria interna, externa e nos riscos dos controles internos (DELOITTE, 2013). Por consequência, é o principal responsável pela supervisão, exatidão e integridade das comunicações financeiras que uma empresa venha a realizar (HO; LIU; WANG, 2014).

O comitê é quem dá credibilidade aos gestores e à auditoria externa (BLUE RIBBON COMMITTEE, 1999). Com ações diretas nas divulgações da empresa, é de se esperar que a composição do comitê de auditoria influencie diretamente na qualidade de seu trabalho. Neste sentido, Barako, Hancock e Izan (2006) apontam que o comitê de auditoria é uma peça que pode melhorar o fluxo de informações entre os gestores, acionistas e potenciais acionistas.

A importância do comitê de auditoria aumentou ao longo das últimas décadas, reforçado pelos escândalos corporativos (HO; LIU; WANG, 2014). Conforme Karamanou e Vafeas (2005), as principais bolsas de valores e os órgãos reguladores nacionais focaram no conselho de administração como o principal veículo para obtenção de informações financeiras de melhor qualidade, assim, os comitês de auditoria, também, tomaram a atenção do público.

Desta forma, os escândalos resultaram em mudanças nos requisitos da governança corporativa, na criação de leis, como a SOX, e nas exigências das bolsas de valores no início dos anos 2000 (HO; LIU; WANG, 2014). Tais modificações apontaram para a necessidade de comitês que fossem mais eficientes em sua função e que o fruto do seu

trabalho reduzisse a assimetria de informações existentes entre os gestores e os demais interessados na empresa.

Em 1999, o Blue Ribbon Committee, formado por uma iniciativa de bolsas de valores, já discutia um código de boas práticas para o comitê de auditoria. E, apontava que se o conselho de administração não fosse funcional, provavelmente o comitê também não o seria. Ainda ressaltava que não existe um modelo único e adequado de comitê de auditoria para todas as empresas e que cada uma deve evoluir e desenvolver suas próprias orientações e adequações.

Todavia, o Blue Ribbon Committee (1999) recomendou que o comitê de auditoria fosse composto exclusivamente por membros independentes; ter no mínimo três membros, todos com formação na área financeira; ter pelo menos um membro com *expertise* em contabilidade ou em gestão financeira; e ainda, adotar um estatuto escrito formalmente para responsabilidades e obrigações dos membros do comitê.

Apesar da discussão da composição do comitê de auditoria, há empresas que não o possuem, pois a sua composição não é obrigatória. E assim, a literatura indica que as empresas com comitê de auditoria estão positivamente associadas com a existência de divulgações voluntárias (HO; WONG, 2001). Bedard, Coulombe e Courteau (2008) advertem que a simples presença do comitê de auditoria não tem efeito na subvalorização da Oferta Pública Inicial (IPO), e sim quando os membros do comitê possuem experiência na área financeira.

Em relação à independência, foram encontradas evidências que aumentam o nível de evidenciação voluntária, incluindo as projeções (AL-NAJJAR; ABED, 2014; BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006). Karamanou e Vafeas (2005) e Liu e Zhuang (2011) aduzem que a independência e a formação dos gestores são relacionadas positivamente com a reação do mercado e com a qualidade das projeções dos analistas, o que sugere que o mercado dá mais confiança para as evidenciações analisadas por comitês.

A independência, o tamanho e a experiência do comitê de auditoria são apontados como fatores que influenciam no funcionamento do comitê, ou seja, visam defender os interesses dos acionistas dentro da empresa e, conseqüentemente, mitigar o conflito de agência.

Neste estudo foi verificada a existência do comitê de auditoria e a independência, com o intuito de encontrar a associação destes com as propriedades das projeções de receita líquida e de EBITDA.

2.2.3 Estrutura de Propriedade

Estrutura de Propriedade é a composição do quadro de sócios de uma empresa, ou seja, a porcentagem de ações pertencente a cada grupo de investidor. Neste sentido, pesquisas anteriores dividiram e estudaram os grupos de investidores da seguinte forma: concentração de propriedade, propriedade familiar, governamental, estrangeira, institucional e gerencial (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006).

Há uma variedade de combinações para a composição de uma empresa e com diferentes proporções de investidores. Para cada combinação que venha ocorrer, a postura dos gestores e a cobrança em cima dos mesmos são diferentes. Mesmo porque, cada tipo de acionista tem necessidades e interesses diferentes na companhia.

Determinados acionistas, com grande percentual e com melhores estruturas, caso de investidores institucionais, governamental e *blockholders*, têm poder e incentivos para monitorar o comportamento dos gestores (JENSEN; MECKILING, 1976). O que acaba por melhorar a governança corporativa.

Esses acionistas, ou o conjunto deles, tem maior facilidade de manter um relacionamento forte com os diretores, o que pode ocasionar a indicação de representantes no conselho de administração (AL-NAJJAR, ABED, 2014) e, por fim, assegurar alguns benefícios aos demais investidores. Porém, Al-Najjar e Abed (2014) advertem que a presença de muitos acionistas substanciais pode diminuir o incentivo para evidências voluntárias, pois, além de revelar informações a concorrentes, aumenta o custo de propriedade.

Pesquisas anteriores investigaram a associação de evidências com a estrutura de propriedade. Healy, Hutton e Palepu (1999), Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005), Barako, Hancock, Izan (2006), Cheng, Luo, Yue (2013) investigaram aspectos de investidores institucionais. Ho e Wong (2001) e Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) investigaram a concentração de investidores familiares. Eng e Mak (2003) pesquisaram sobre investidores governamentais. Todos esses estudos encontraram significância estatística entre a presença destes investidores em relação à política de divulgação voluntária, alguns, especificamente, tratam de projeções de resultados futuros.

No entanto, o presente estudo utilizou como representantes da estrutura de propriedade os *blockholders*, investidores estrangeiros, a concentração e a dispersão de capital.

A presença de *blockholders* na estrutura de propriedade pode trazer benefícios para os investidores menores, tendo em vista que a

presença destes pode aprimorar a governança, já que eles estão em melhor posição para monitorar os gestores (VAFEAS. 1999). Nesse sentido, Al-Najjar e Abed (2014) encontraram associação positiva entre a divulgação de projeções de resultados futuros e a proporção de ações de *blockholders*. Além disso, Denis e Serrano (1996) aduzem que *blockholders* facilitam a troca de gerentes com baixo desempenho, o que demonstra a participação ativa desses acionistas. Porém, Eng e Mak (2003) não encontraram relação entre divulgação voluntária e ações de *blockholders*.

A separação geográfica entre investidores estrangeiros e a gestão da empresa é sugestivo para a necessidade de mais e melhores evidenciações, assim, a presença de capital estrangeiro pode ser determinante para o nível e qualidade da divulgação (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006). Neste sentido, Haniffa e Cooke (2002) e Barako, Hancock e Izan (2006) encontraram que a presença de investidor estrangeiro está positivamente associada com o nível de divulgação voluntária. Os primeiros autores acreditam que esta relação está ligada com a necessidade de monitoramento por parte dos investidores estrangeiros.

Assim, além destes grupos de investidores, a dispersão ou a concentração são outros fatores que podem influenciar na política de evidenciação de uma empresa, visto que quanto mais dispersos, maior a quantidade de investidores que almejam por informações. O'Sullivan, Percy e Stewart (2008) argumentam que a concentração de capital traz mais poder em relação a gestão, o que pode fazer com que retenham informações, pois estes já estariam satisfeitos com as informações disponíveis para eles. Haniffa e Cooke (2002) relataram que a dispersão de capital é associada a menores níveis de divulgação.

Deste modo, o potencial conflito de agência é ampliado em empresas com capital mais pulverizado, já que há mais agentes interessados na empresa. Para Zeckhauser e Pound (1990), a estrutura de propriedade dispersa resulta na incapacidade de monitoramento. Isso porque, cada acionista terá pouca representatividade e não terá influência para reivindicar por informações.

A concentração de capital, no Brasil e em economias emergentes, é mais acentuada (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). O que, dessa forma, motiva a realização de testes para verificar a associação entre a variação da concentração de capital do controlador com o *guidance*.

2.3 EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA

As evidenciações realizadas pelas empresas são formas de comunicação utilizadas com o propósito de atualizar a situação e o que ocorreu durante o período apresentado. Essas evidenciações podem ser utilizadas pelos *outsiders* para avaliarem o desempenho da empresa e do gestor, projetar seu futuro, realizar planos com o seu capital e, ainda, mensurar o valor de suas ações.

Nesse sentido, o CPC 26 e o IAS 01 apontam que o objetivo das demonstrações financeiras é assegurar informações, quanto à posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa que sejam proveitosos para uma gama de usuários no julgamento e nas decisões econômicas. Como também, pretendem apresentar suporte para avaliar a atuação dos gestores no exercício de suas funções em relação ao capital dos acionistas que lhe confiaram.

Para viabilizar o mínimo de conhecimento para os interessados externos da empresa, algumas evidenciações são obrigatórias. De acordo com as normas internacionais, IAS 01, e brasileiras, CPC 26 e Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades por Ações), o conjunto das demonstrações contábeis abrange: balanço patrimonial; demonstração do resultado do exercício; demonstração do resultado abrangente; demonstração das mutações do patrimônio líquido; demonstração do fluxo de caixa; notas explicativas; informações comparativas; e para o Brasil, a demonstração do valor adicionado.

Algumas empresas optam por divulgar, além das obrigatórias, informações adicionais, no qual não é exigida por normas e leis. Estas informações são consideradas privadas e são obtidas através da leitura dos relatórios contábeis internos e da elaboração do orçamento, plano financeiro e de marketing, nos quais os gestores são os formadores e os detentores destas informações (DYE, 1986). Como ressaltado por Verrecchia (2001), estas informações não deixam de ser úteis na avaliação das perspectivas da empresa.

No entanto, por depender da vontade da empresa e/ou do gestor, a literatura examina o poder de discricão exercido pelos gestores em relação à divulgação. Assim, procuram motivos e relações para a opção de divulgação, os diferentes tipos de evidenciação, entre outros aspectos.

Verrecchia (2001) menciona que a literatura contábil se atenta para três pontos que afetam a divulgação por parte dos gestores, que são: (i) custo de divulgação; (ii) falta de informações verdadeiras; e (iii) objetivo de impulsionar o nível de capitalização da empresa, mesmo que prejudique o valor futuro da empresa.

Dye (1985) alega que os acionistas preferem a adoção de políticas que maximizem o valor de suas ações, portanto, caso atenda aos seus interesses, estes preferem que não sejam realizadas divulgações. Deste modo, percebe-se que a estrutura de capital influencia nas diferentes políticas de evidenciação.

Depreende-se que a evidenciação é rodeada de diversos aspectos, a opção por divulgar, o custo X benefício, a pressão dos acionistas por informações e pela maximização de suas ações e o interesse pessoal dos gestores. E, ainda, pode ser discutida a veracidade de tais informações ou a precisão nas quais elas são divulgadas.

As divulgações realizadas de forma correta e verdadeira são justificadas, conforme Verrecchia (2001), pelos potenciais custos de litígio e pelo desgaste da imagem do gestor por simulação. Apesar disso, as informações voluntárias podem não ser revisadas por auditores, como no caso das projeções de resultados futuros, e assim, é mais difícil a avaliação da integridade dos gestores (VERRECCHIA, 2001).

A não verificação dessas evidenciações por auditores cria a oportunidade para o gestor realizar a projeção de acordo com sua vontade. Nesse sentido, Milgrom e Roberts (1986) apontam que os gestores são influenciados pelos seus próprios interesses, e que podem realizar projeções que não tem o objetivo de informar as partes interessadas, e sim de influenciar as decisões a seu favor. O que faz com que em alguns momentos, a evidenciação de projeções de resultados futuros mais desinforme do que informe os *outsiders*.

Entretanto, acredita-se que esse viés pode ser minimizado com o auxílio dos mecanismos de governança corporativa. Com a implantação de conselho de administração independente e comitê de auditoria qualificado e independente, essas divulgações tendem a ser menos enviesadas. Outro ponto a ser considerado é a cobrança por parte dos investidores e a reputação dos gestores.

2.4 *Guidance* (Projeções De Resultados Futuros)

Guidance são projeções realizadas pelos gestores que indicam aos usuários externos, quais são as perspectivas da empresa, em um período, para determinados resultados financeiros. Tal prática surgiu nos Estados Unidos por empresas pequenas, que não tinham cobertura de analistas de mercado, para chamar a atenção. Estas empresas começaram a emitir previsões com a intenção de conquistar novos investidores institucionais e, com o passar do tempo, outras empresas foram aderindo à essa prática (MAHONEY, 2008).

Originalmente chamado de *earnings guidance*, no Brasil se utiliza o termo *guidance* para qualquer informação sobre o desempenho futuro de uma organização, seja esta quantitativa ou qualitativa (CODIM, 2008). Estas projeções são de caráter facultativo, ou seja, é uma evidenciação voluntária por parte da empresa. Porém, para as empresas que divulgam projeções e são listadas na BM&FBovespa, existe um campo específico no Formulário de Referência para sua evidenciação.

Com o intuito de que sejam veiculadas informações de qualidade aos participantes do mercado, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) emitiu um pronunciamento (PO nº 04/2008), que posteriormente foi reconhecido pela CVM, para garantir a padronização das evidenciações e assim realizar recomendações às empresas optantes pela divulgação. O pronunciamento ressalta que a divulgação de projeções deve ser revestida de prudência, para que não gere expectativas indevidas aos investidores de modo que sejam sempre observadas a equidade, a consistência e a frequência das projeções.

As previsões são publicadas de forma diferente em cada empresa. Estas diferenças são percebíveis na quantidade de projeções publicadas, na frequência da projeção e ela pode ser tanto pontual como uma margem, ou seja, ela pode estar descrita com um único valor ou um intervalo entre dois valores.

A literatura aponta motivos para a divulgação das projeções pelas empresas, já que ela é opcional. Nagar, Nanda e Wysocki (2003) constataram que a divulgação está positivamente associada à remuneração do CEO baseada em ações, bem como, à proporção de ações detidas pelo CEO. Em um viés favorável para a apresentação de *guidance*, Baik e Jiang (2006) sustentam que empresas que incorrem em perdas são menos prováveis que emitam previsões pessimistas.

Kato, Skinner e Kunimura (2009), relatam, em sua pesquisa, que os gestores emitem previsões tendenciosamente otimistas e com o passar do ano vão ajustando-as para que possam ser alcançadas. Ainda, perceberam que este otimismo aumenta inversamente proporcional ao desempenho da empresa.

As previsões podem ser aliadas dos acionistas nas suas tomadas de decisão, mas, por outro lado, também podem servir como um aliado para os gestores. Brockman, Khurana e Martin (2008) relatam que os gestores aumentam a frequência e a magnitude de previsões pessimistas um mês antes da recompra de ações, como também, embora em menor

grau, fazem o mesmo, só que com boas notícias, um mês após as recompras.

No entanto, para coibir o oportunismo dos gestores, estudos apontam que os mecanismos de governança mitigam o otimismo e melhoram as previsões (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005; KARAMANOU; VAFEAS, 2005). A presença de investidores institucionais também é associada à evidenciação de projeções, seja pela atração de investidores ou pela exigência de maiores informações para esses investidores (HUANG et al., 2012).

A evidenciação de *guidance* ajuda a diminuir a assimetria de informações entre o principal e o agente. Porém, quando a publicação é realizada para o auto favorecimento, pode prejudicar os interesses dos acionistas. Desse modo, são importantes as investigações da acurácia das projeções realizadas pelos gestores e fatores a elas associados.

Como as empresas brasileiras evidenciam variados tipos de *guidance*, optou-se por utilizar as projeções de receita líquida e de EBITDA. A distribuição de cada um pode ser observada na apresentação e análise dos resultados.

2.5 ESTUDOS SIMILARES

Nesta seção apresentam-se os trabalhos que mais se aproximam do presente estudo e que servem como base de comparação. Esses estudos são apresentados no Quadro 1, em que se destacam o autor e ano, o título e o objetivo com as variáveis utilizadas nos estudos.

Quadro 1 – Estudos similares

| Autor | Título | Objetivo |
|------------------------------------|---|--|
| Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) | A associação entre conselheiros externos, investidor institucional e propriedade de previsões gerenciais de lucro | Focaram na investigação da relação entre os mecanismos de governança (conselheiros externos e investidores institucionais) e a divulgação voluntária, representado pelas propriedades (ocorrência, frequência, precisão, acurácia e viés) das previsões gerenciais de lucro. |

| Autor | Título | Objetivo |
|------------------------------------|--|--|
| Karamanou e Vafeas (2005) | A associação entre conselho de administração, comitê de auditoria e previsões gerenciais de lucro: uma análise empírica | Estudaram a relação entre o conselho de administração, comitê de auditoria e a estrutura de propriedade com a ocorrência, precisão e acurácia das previsões gerenciais de lucro, e a perspectiva do valor de mercado. |
| O'Sullivan, Percy e Stewart (2008) | Evidências australianas nos atributos da governança corporativa e sua associação com informações prospectivas em relatórios anuais | Investigaram a associação da estrutura de governança corporativa (conselho de administração, comitê de auditoria, estrutura de propriedade), das empresas australianas, com a decisão de divulgar voluntariamente informações prospectivas em seus relatórios financeiros. |
| Ahmad-Zaluki e Wan-Hussin (2010) | Governança corporativa e acurácia das previsões de lucro | Examinaram o impacto dos mecanismos de governança (conselho de administração, comitê de auditoria, auditoria) na precisão das previsões de lucro na IPO de empresas da Malásia. |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Com uma breve descrição dos estudos similares apresentados no Quadro 1, são destacados a amostra utilizada, o período, as ferramentas estatísticas e os resultados.

O estudo realizado por Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) analisou uma amostra composta por 275 empresas listadas nas 500 maiores empresas americanas, com dados de 1994 a 2003. Os testes estatísticos foram realizados pelo modelo probit e pelo modelo dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Os resultados mostraram que as empresas que possuem maior proporção de conselheiros externos e maior porcentagem de investidores institucionais tendem a evidenciar projeções, acertarem com mais frequência, ter maior acurácia e a ser menos tendenciosos otimistas.

A amostra de pesquisa realizada por Karamanou e Vafeas (2005) foi composta por 275 empresas listadas na *Fortune* 500. Os dados coletados correspondem aos anos de 1995 a 2000. Para análise dos dados foi utilizado o teste t, o teste Wilcoxon z-test, o modelo logit e mínimos quadrados ordinários (MQO). Em relação aos resultados, os autores encontraram que empresas com conselho de administração mais efetivo e comitê de auditoria estruturado, são mais propensos a realizarem ou atualizarem projeções, as quais são mais prováveis de serem menos precisas e com maior acurácia.

O'Sullivan, Percy e Stewart (2008) investigaram uma amostra de empresas australianas composta por 239 empresas em 2000 e 200 no ano de 2002. Para analisar os dados foi utilizado o modelo de regressão logística. Desse modo, os resultados encontrados são divergentes entre os anos de 2000 e 2002. Para o ano de 2000, as variáveis de governança corporativa foram positivamente associadas à divulgação de projeções. Já para o ano de 2002 nenhuma variável foi significativa.

Ahmad-Zaluki e Wan-Hussin (2010) estudaram uma amostra de 235 empresas com IPO durante os anos 1999 a 2006 na Malásia. Para realização do teste estatístico foi utilizado o modelo dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Constataram que as empresas com maiores comitês de auditoria e com percentual maior de administradores externos no comitê de auditoria tendem a ter maior precisão nas previsões.

Esses estudos são similares a esta pesquisa visto que se pretende relacionar mecanismos de governança corporativa com propriedades das projeções de resultados futuros. Assim, além de testar estas variáveis, o presente estudo buscou outros mecanismos e outras propriedades para expandir a literatura, bem como para verificar esses fatores no mercado brasileiro.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo são apresentados os processos metodológicos adotados na realização do estudo. Na primeira parte é apresentado como se chegou às amostras utilizadas. Em seguida, são apresentados os critérios de coleta, de tratamento e da análise dos dados. Por último, é apresentado o design de pesquisa, em que se destaca como são apresentadas as variáveis testadas e como elas são representadas.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Este estudo pode ser classificado, metodologicamente, como descritivo e quantitativo. Descritivo, pois procura identificar os mecanismos de governança que estão associados com as propriedades do *guidance*. E quantitativo, já que foram empregadas ferramentas estatísticas para alcançar os objetivos, em particular, regressão em painel e em painel logística.

A pesquisa também se caracteriza como documental, já que, os dados são secundários e foram coletados com o auxílio da base de dados Economática® e do *website* da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Deste modo, quanto aos procedimentos de pesquisa, classifica-se o estudo como documental.

3.2 AMOSTRA DA PESQUISA

A população estudada contém todas as empresas ativas e com negociação listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) nos anos de 2010 a 2014. Essa população foi definida por essas empresas estarem com maior preocupação em divulgar seus resultados e terem maior número de agentes do mercado as acompanhando.

Para se chegar à amostra de pesquisa, primeiro foram identificadas todas as empresas que realizaram *guidance* no período proposto. Em seguida, foram separadas aquelas que realizaram projeções de receita líquida e de EBITDA. Como podem ser observadas na Tabela 1, as amostras finais são compostas por 54 observações que publicaram *guidance* de receita líquida e 81 de *guidance* de EBITDA.

Tabela 1 – Distribuição do *guidance* por ano

| Ano | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Amostra Final |
|---|------|------|------|------|------|---------------|
| Empresas que Publicaram <i>Guidance</i> | 62 | 71 | 88 | 84 | 80 | 385 |
| <i>Guidance</i> de Receita | 10 | 11 | 11 | 13 | 9 | 54 |

| Ano | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Amostra Final |
|---------------------------|------|------|------|------|------|---------------|
| Líquida | | | | | | |
| <i>Guidance</i> de EBITDA | 15 | 16 | 16 | 17 | 17 | 81 |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

As divisões dos tipos de projeções ocorreram para que fosse mais adequado à comparação e as propriedades das projeções não fossem desproporcionais. Importante salientar que há empresas que divulgam tanto a receita quanto o EBITDA, como outros tipos de projeções. Porém, decidiu-se optar por receita líquida e EBITDA, pois são as projeções mais representativas e de conferência fácil, pois são necessárias apenas informações já divulgadas obrigatoriamente.

O período de análise foi composto pelos anos de 2010 a 2014. Isto porque, 2010 é o primeiro ano de obrigatoriedade da publicação do Formulário de Referência, local onde as projeções são publicadas, e se estende até o ano de 2014, por ser este o último ano que se tem as informações completas até a realização desta pesquisa.

3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados foram coletados nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), Formulário de Referência e base de dados Economática®.

Dos Formulários de Referência, mais específico no item 11 – Projeções, foram extraídos os valores projetados pelas empresas. Ainda neste formulário, coletou-se informações quanto ao conselho de administração, comitê de auditoria e estrutura de propriedade, respectivamente nos campos 12.6/8 – Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal, 12.7 – Composição dos comitês e 15 – Controle.

Na base de dados Economática® foram coletados a receita líquida e o EBITDA realizados para que fossem comparados com os projetados, e, ainda, informações quanto ao ativo e o lucro, utilizadas para medir o tamanho da empresa, o desempenho (ROA) e se houve prejuízo anterior. As DFPs foram utilizadas para sanar eventuais dúvidas e confirmar valores.

Foram transformadas em logaritmo natural as variáveis independentes: Tamanho do Conselho de Administração (LCATam), Ativo Total (Lativo) e número de dias entre a projeção e o encerramento das demonstrações (LHorizon). A motivação para tanto se deu pela

variação entre uma empresa e outra e para não afetar as análises estatísticas.

A independência do conselho de administração e do comitê de auditoria foi calculada dividindo a quantidade de membros que são independentes e a quantidade total de membros que compõe cada órgão.

Todos os dados foram organizados e tabulados com o auxílio do *software* Microsoft Excel®. Já para o tratamento e testes estatísticos foi utilizado o *software* Stata®.

Estas variáveis foram analisadas por meio das técnicas estatísticas de Regressão de dados em painel desbalanceado e Regressão em painel logístico (logit) desbalanceado com o intuito de verificar associação e relações entre as variáveis dependentes e as independentes.

3.4 CONSTRUTO

O estudo tem como base a investigação das propriedades associadas à publicação do *guidance*, ou seja, investigar as possíveis variações entre o que é projetado e o realizado. Para isto, foram utilizadas propriedades já tratadas pela literatura em momentos diferentes e em estudos distintos, bem como, outras variáveis.

As variáveis independentes testadas em relação às variáveis dependentes foram encontradas a partir da literatura levantada, apresentadas nas subseções seguintes. Porém, isto não representa que elas foram testadas com as mesmas variáveis dependentes, mas que já foram abordados para associar as características das empresas aos aspectos das projeções ou evidenciação voluntária.

3.4.1 Variáveis dependentes

As propriedades das projeções de resultados futuros realizadas pelas empresas foram utilizadas como variáveis dependentes. Isto para testar se houve relação dos mecanismos de governança e os aspectos do *guidance*. Cada variável dependente foi testada duas vezes, uma com as observações relacionadas à receita líquida e outra para as relacionadas ao EBITDA.

Foram testados a Acurácia, o Erro, o Acerto e o Otimismo. Cada uma dessas variáveis são apresentadas e descritas a seguir.

a) Acurácia

A variável dependente Acurácia tem o intuito de verificar a precisão das projeções realizadas pela empresa. Deste modo, a diferença entre o projetado e o realizado é testada em módulo, já que se procura apenas a acurácia das projeções. Assim, para que não houvesse

problema na comparabilidade entre empresas diferentes, a acurácia foi dividida pelo realizado. O que tornou possível observar a porcentagem do erro e não o valor absoluto.

Esta variável já foi verificada nos estudos de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) e Karamanou e Vafeas (2005). No entanto, estes estudos utilizaram valores diferentes para relativizar a disparidade entre o projetado e o realizado. O primeiro utilizou o valor do início do período e o segundo a média dos analistas. É importante salientar que os dois trabalhos adotaram a projeção do lucro por ação, diferente do presente estudo, que utiliza a projeção de receita líquida e de EBITDA.

Assim, segue a Equação (1) que demonstra como foi calculada a acurácia das projeções, a qual é uma adaptação daquelas equações utilizadas por Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) e Karamanou e Vafeas (2005):

$$Acurácia = \left| \frac{(Projeção - Real)}{Real} \right|$$

Equação (1)

Para a realização dos testes de acurácia, foi aplicado o Modelo de Regressão com dados em painel desbalanceado, assim como nos trabalhos de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005), Karamanou e Vafeas (2005) e Ahmad-Zaluki e Wan-Hussin (2010).

A variável acurácia foi testada em relação às variáveis do Conselho de Administração, Comitê de Auditoria, Estrutura de Propriedade e as variáveis de controle.

b) Erro

A variável dependente Erro foi utilizada para testar a variação das projeções em relação ao realizado. A equação para formular a variável ERRO é a mesma daquela utilizada pela variável Acurácia, porém, não é módulo. Assim, tem-se a pretensão de verificar o quão distante a projeção ficou do realizado e ver se a mesma foi positiva ou negativa. Faz-se isso para que se possa identificar quais mecanismos de governança estão relacionados com o otimismo ou pessimismo e em qual grau eles podem influenciar nessa variação.

A equação do Erro também pode ser considerada uma adaptação daquelas utilizadas por Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) e Karamanou e Vafeas (2005). Além do valor utilizado para relativizar o erro, neste estudo é utilizado o valor realizado, mas não está em módulo,

como já citado. A seguir, é apresentada a Equação (2), aplicada para se obter a variável Erro.

$$\text{ERRO} = \frac{(\text{Projeção} - \text{Real})}{\text{Real}}$$

Equação (2)

Para a realização dos testes de erro, foi aplicado o Modelo de Regressão com dados em painel desbalanceado. A variável dependente ERRO foi testada em relação às variáveis do Conselho de Administração, Comitê de Auditoria, Estrutura de Propriedade e variáveis de controle.

c) Acerto

O Acerto é uma variável dicotômica, que foi empregada para identificar se houve acerto ou não, e para isto foi atribuído uma margem aceitável de erro. Definiu-se essa margem pela média daquelas projeções gerenciais que foram realizadas como uma margem. Ou seja, foi verificado o percentual da margem dessas projeções e realizada uma média. Posteriormente, foi aplicada essa margem para as evidenciações com valores absolutos. Desta forma, as observações que tiveram o erro menor do que essa margem, foram consideradas como acerto e aquelas que transcenderam essa margem foram consideradas como erro.

A margem foi utilizada para considerar uma margem de erro aceitável, pois assim, os pequenos desvios não são considerados erros. Isso porque, as empresas que evidenciaram um valor absoluto, e não uma margem, dificilmente alcançariam exatamente o valor projetado.

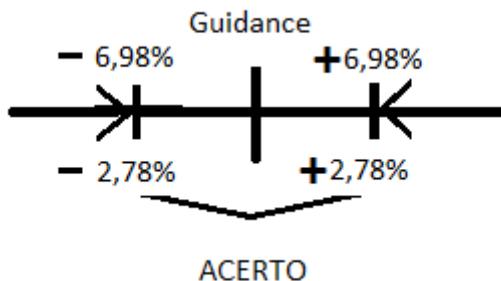


Figura 1 – Margem de acerto

De forma didática, a Figura 1 ilustra o que foi considerado como erro. Aqueles valores que ficaram dentro das margens já mencionadas, foram considerados como acerto. Modo que, para a amostra de EBITDA foi considerado 6,98% para cima ou para baixo. Já a margem para a receita líquida foi considerado 2,78% para cima ou para baixo. Para a formulação da variável Acerto foi considerado as observações da variável Acurácia e respeitada a seguinte regra: Acerto = 1 se Acurácia < Margem Aceitável, caso contrário 0.

Assim, a distribuição de Acerto para as observações de receita e de EBITDA são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Distribuição da variável ACERT

| | Receita Líquida | | | EBITDA | | |
|---------------|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | Freq. | Perc. | Acum. | Freq. | Perc. | Acum. |
| Outros | 40 | 74,07 | 74,07 | 50 | 61,73 | 61,73 |
| Acerto | 14 | 25,93 | 100 | 31 | 38,27 | 100 |
| TOTAL | 54 | 100 | | 81 | 100 | |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Com pode ser observado na Tabela 2, as projeções de EBITDA têm maior frequência de acerto quando comparadas com as de Receita Líquida. Esse fato pode ter ocorrido devido à aplicação de margem aceitável maior para as projeções de EBITDA.

d) Otimismo

A quarta propriedade das projeções testada foi o Otimismo. Essa variável já foi testada por Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005). Tem a intenção de verificar se a presença dos mecanismos de governança altera a probabilidade de ocorrência de otimismo no *guidance*.

A variável Otimismo é dicotômica, representada por 0 e 1, no qual, 1 representa a presença de otimismo e 0 outros. Isso pode ser observado a seguir, na equação em que é apresentada a operacionalização da variável:

$$\text{Desvio} = \frac{(\text{Projeção} - \text{Real})}{\text{Real}}$$

Equação (3)

Otim1 = 1 se Desvio positivo > Margem Aceitável, caso contrário 0 (Desvio positivo \leq Margem Aceitável ou Desvio negativo).

A fim de esclarecer, a Figura 2 apresenta a partir de que ponto é considerado otimista, já que para conceituar o acerto, foi estabelecida uma margem aceitável.

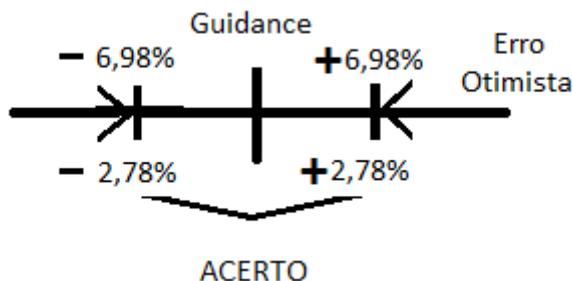


Figura 2 – Margem de Acerto e Otimismo

Assim, será considerado otimismo quando a margem de diferença entre o projetado e o realizado for maior do que 6,98%, para o EBITDA, e de 2,78%, para a receita líquida, para cima, ou seja, um valor positivo de erro.

A distribuição da variável OTIM1 pode ser observada na Tabela 3.

Tabela 3 – Distribuição da variável OTIM1

| | Receita Líquida | | | EBITDA | | |
|-----------------|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | Freq. | Perc. | Acum. | Freq. | Perc. | Acum. |
| Outros | 34 | 62,96 | 62,69 | 56 | 69,14 | 69,14 |
| Otimista | 20 | 37,04 | 100 | 25 | 30,86 | 100 |
| TOTAL | 54 | 100 | | 81 | 100 | |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Como análise adicional, foi criada a variável Otimismo2. Esta variável não considera as observações em que houve acerto da projeção, ou seja, as observações foram divididas em otimismo e pessimismo.

A realização deste teste adicional se faz necessário para distinguir o acerto do pessimismo, já que na variável anterior estas são

consideradas como outros. Deste modo, os valores são configurados da seguinte maneira:

$$\text{Otim2} = 1 \text{ se Desvio positivo} > \text{Margem Aceitável}, 0 \text{ se Desvio negativo} < \text{Margem Aceitável}.$$

Como pode ser percebido, é considerado Otimismo quando o Desvio positivo é maior que a margem aceitável, e pessimismo quando o Desvio negativo é maior que a margem aceitável.

A distribuição da variável OTIM2 pode ser observada na Tabela 4.

Tabela 4 – Distribuição da variável OTIM2

| | Receita Líquida | | | EBITDA | | |
|-------------------|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | Freq. | Perc. | Acum. | Freq. | Perc. | Acum. |
| Pessimista | 20 | 50,00 | 50 | 26 | 50,98 | 50,98 |
| Otimista | 20 | 50,00 | 100 | 25 | 49,02 | 100 |
| TOTAL | 40 | 100 | | 51 | 100 | |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Na Tabela 4 pode-se observar que a distribuição de pessimismo e otimismo, tanto para Receita Líquida, quanto para EBITDA, foram, praticamente, igual distribuídas, com 50% para cada um, com uma pequena diferença de 1% para o pessimismo de EBITDA.

e) Resumo das variáveis dependentes

No Quadro 2 apresenta-se uma síntese das propriedades das projeções de resultados futuros que são abordadas como variáveis dependentes.

Quadro 2 – Resumo das variáveis dependentes

| Variável | Sigla | Operacionalização | Autores |
|----------|-------|--|--|
| Acurácia | ACUR | $ ((\text{Projeção-Real})/\text{Real}) $ | Adaptado de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) e Karamanou e Vafeas (2005) |

| Variável | Sigla | Operacionalização | Autores |
|-----------|-------|---|--|
| Erro | ERRO | $((\text{Projeção-Real})/(\text{Valor inicial}))$ | Adaptado de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) e Karamanou e Vafeas (2005) |
| Acerto | ACERT | 1 se Acurácia < Margem aceitável, caso contrário 0. | Testado pelo autor |
| Otimismo1 | OTIM1 | 1 se Desvio positivo > Margem Aceitável, caso contrário 0 (Desvio positivo \leq Margem Aceitável ou Desvio negativo). | Testado pelo autor |
| Otimismo2 | OTIM2 | 1 se Desvio positivo > Margem Aceitável, 0 se Desvio negativo > Margem Aceitável. | Testado pelo autor |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Todas estas variáveis dependentes, que representam as propriedades das projeções, serão regredidas com as variáveis independentes apresentadas a seguir.

3.4.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes testadas no estudo são apontadas pela literatura como mecanismos de governança corporativa, relacionados a evidências de *guidance* de melhor qualidade, bem como de outras divulgações voluntárias.

Assim, para identificar os reflexos dos mecanismos de governança nas propriedades das projeções de resultados futuros foram definidos alguns mecanismos de acordo com a literatura. E serão, aqui, tratados como variáveis independentes nas regressões.

Estas variáveis foram divididas em Conselho de Administração, Comitê de Auditoria e Estrutura de Propriedade. Ao final é apresentado um quadro resumo de todas as variáveis independentes.

a) Conselho de Administração

Para o conselho de administração foram criadas duas variáveis, o tamanho (LCATam) e a sua independência (CAIndep). No tamanho foi verificado quantos conselheiros integravam o conselho, e por haver

diferenciação entre as empresas, esta variável foi transformada em logaritmo.

A outra variável é a independência, na qual foi realizada a divisão entre a quantidade de conselheiros independentes e o número de membros do conselho, e esse percentual foi considerado como o grau de independência do conselho.

b) Comitê de Auditoria

Em relação ao comitê de auditoria, também foram adotadas duas variáveis. A primeira é quanto à sua existência (CAudExist). Trata-se de uma variável binária que representa 1 a sua existência, e 0 a não existência.

A segunda variável é a independência (CAudIndep) do comitê de auditoria, que foi medido pela divisão entre a quantidade de membros independentes com a quantidade de membros total do comitê.

Estas duas variáveis buscam testar se o comitê de auditoria tem a mesma associação já estudada pela literatura e, ainda, de verificar se o que é recomendado hoje pelos órgãos competentes tem efeito nas projeções de resultados futuros.

c) Estrutura de Propriedade

Quanto à estrutura de propriedade, foram utilizadas quatro variáveis, mensuradas pela quantidade de ações ordinárias que cada grupo de investidor tem dividido pelo total de ações ordinárias. Os grupos de investidores utilizados no estudo são: Percentual de *Blockholders* (PercBlock), Percentual Estrangeiro (PercEstrang), Percentual de Outros (PercOut) e Percentual Controlador (PercCont).

A variável PercBlock representa a soma de todos os investidores que tem entre 5% e 10% do capital votante da empresa, identificados no formulário de referência de cada empresa.

A variável PercEstrang representa a soma de todas as ações em posse de investidores estrangeiros identificados no formulário de referência como não sendo brasileiros.

A variável PercOut representa o valor correspondente no formulário de referência como outros investidores, em que não foi identificado quem são os acionistas. Isto representa a pulverização de capital.

A variável PercCont é a soma dos acionistas que estão descritos no formulário de referência como controlador. Com esta variável é possível perceber a concentração de capital, bem como quanto os outros investidores tem poder na tomada de decisão.

Todas estas variáveis foram utilizadas no intuito de perceber o quão a estrutura de capital pode interferir nas evidenciações. Já que, conforme a sua composição terá mais ou menos acionistas para se interessar com as informações publicadas e, também, a capacidade destes em interferir caso seja de seu interesse. Além de que, a utilização das evidenciações para atrair novos investidores.

d) Resumo das variáveis independentes

No Quadro 3 apresenta-se uma síntese das variáveis utilizadas nos modelos deste estudo.

Quadro 3 – Síntese das variáveis independentes

| CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO | | | |
|--|--------------|--|---|
| Variável | Sigla | Operacionalização | Autores |
| Conselho de administração independente | CAIndep | Percentual de membros independentes | (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, AHMAD-ZALUKI, WAN-HUSSIN, 2010, AL-NAJJAR; ABED, 2014, ENG; MAK, 2003, BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, O’SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008) |
| Tamanho do conselho de administração | LCATam | Log do Total de membros no conselho de administração | (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006, BEDARD; COULOMBE; COURTEAU, 2008, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, QU et al., 2015, AHMAD-ZALUKI, WAN-HUSSIN, 2010) |
| COMITÊ DE AUDITORIA | | | |

| Variável | Sigla | Operacionalização | Autores |
|-----------------------------------|-------------|--|--|
| Existência de comitê de auditoria | CAudExist | 1 se houver comitê de auditoria, caso contrário 0. | (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006, BEDARD; COULOMBE; COURTEAU, 2008, O'SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008) |
| Independência do comitê | CAudIndep | Percentual de membros independentes | (AHMAD-ZALUKI, WAN-HUSSIN, 2010, AL-NAJJAR; ABED, 2014, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, O'SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008) |
| ESTRUTURA DE PROPRIEDADE | | | |
| Investidor estrangeiro | PercEstrang | Percentual de ações ordinárias em posse de investidores estrangeiros | (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006) |
| <i>Blockholders</i> | PercBlock | Percentual de ações ordinárias em posse de <i>blockholders</i> | (AL-NAJJAR; ABED, 2014, ENG; MAK, 2003, O'SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008) |
| Concentração de investidores | PercCont | Percentual de ações ordinárias em posse dos controladores | (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006, O'SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008) |
| Pulverização de capital | PercOut | Percentual de ações ordinárias em posse do outros | Testado pelo autor |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

As variáveis relacionadas ao conselho de administração e ao comitê de auditoria foram testadas tanto para as observações de receita líquida, quanto para as de EBITDA. Já as variáveis relacionadas à estrutura de capital foram todas testadas, porém só permaneceu aquelas

que obtiveram maior significância estatística e/ou que contribuíram para melhores resultados do modelo.

3.4.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram empregadas nas regressões com a finalidade de controlar o ambiente dos testes e suprir eventuais motivações além daquelas testadas para a ocorrência dos diferentes resultados das propriedades do *guidance*. Também são necessárias para diferenciar as peculiaridades das empresas.

Estas variáveis também foram utilizadas em estudos anteriores para controle. Assim, foram utilizadas como variáveis de controle o tamanho, aspecto econômico, desempenho e horizonte de projeção. Foram adotados alguns critérios, apresentados a seguir.

Para representar o tamanho foi optado pelo logaritmo do ativo total (Lativo), assim como nos estudos de Bedard, Coulombe e Courteau (2008) e Ahmad-Zaluki e Wan-Hussin (2010).

Para aspecto econômico (PrejAnt) foi considerado o acontecimento de prejuízo anterior. Portanto, uma variável *dummy*, em que foi empregado 1 quando houve prejuízo no ano anterior, e 0 caso contrário.

Como *proxy* de desempenho foi adotado o retorno sobre o ativo (ROA), assim como nos estudos de Eng e Mak (2003), O'sullivan, Percy e Stewart (2008), Al-Najjar e Abed (2014) e Qu et al. (2015).

E, para controlar e verificar o horizonte de projeção, utilizou-se o quão distante foi realizado a projeção do encerramento do exercício. Assim, a variável horizonte em logaritmo (Horizon) corresponde a quantidade de dias que antecede o encerramento do exercício. Pois, seria comum, quanto mais cedo for realizada a projeção mais difícil seria de acertar.

No Quadro 4 apresenta-se uma síntese das variáveis de controle, em que se destacam a sigla utilizada, a operacionalização e os estudos que já as utilizaram.

Quadro 4 – Síntese das variáveis de controle

| Variável | Sigla | Operacionalização | Autores |
|----------|--------|-----------------------------------|--|
| Tamanho | Lativo | Logaritmo natural do ativo total. | (BEDARD; COULOMBE; COURTEAU, 2008, AHMAD-ZALUKI; WAN-HUSSIN, 2010) |

| Variável | Sigla | Operacionalização | Autores |
|-----------------------|---------|--|---|
| Aspecto econômico | PrejAnt | 1 se a empresa apresentou prejuízo no ano anterior, 0 caso contrário. | (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005) |
| Desempenho | ROA | Medido pelo retorno sobre o ativo total (ROA). | (ENG; MAK, 2003, O'SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008, AL-NAJJAR; ABED, 2014, QU et al., 2015) |
| Horizonte de Projeção | Horizon | Logaritmo natural do número de dias da data da projeção até o final do período fiscal. | (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, AHMAD-ZALUKI; WAN-HUSSIN, 2010) |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Estas variáveis de controle, apresentadas no Quadro 4, foram utilizadas nos testes com as projeções de Receita Líquida e de EBITDA.

3.5 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

Em relação à análise de dados, primeiramente apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis e a decomposição de variância *within* e *between* das observações das projeções de receita líquida e de EBITDA, que, segundo Gujarati e Porter (2011), apresentam a variação ao longo do tempo e a variação entre indivíduos, respectivamente. A análise desses contribui para definir entre os testes de efeitos fixos e variados, apesar de que, a opção foi baseada nos testes Breusch-Pagan e Hausman.

São apresentadas, ainda, a média, desvio padrão, valores máximos e mínimos e a correlação de Pearson, que indica a força e a direção de correlação entre duas variáveis lineares.

Após isto, apresentam-se os resultados dos testes com as observações de receita e depois dos testes com o EBITDA. Para a realização dos testes, foi utilizada a análise de regressão de dados em painel para verificar a acurácia e o erro das projeções em relação aos mecanismos de governança.

Para os testes de probabilidade de acerto e otimismo com a presença dos mecanismos de governança foi utilizada a técnica de regressão logística com dados em painel.

A seguir, apresenta-se a regressão com dados em painel e como se chegou a definição do modelo mais adequado e a regressão em painel logístico.

3.5.1 Regressão com dados em painel

A utilização de regressão com dados em painel, conforme Fávero et al. (2014), tem crescido e se tornado importante, visto que os dados de empresas e outros objetos de estudos são divulgados periodicamente. Até porque, os fenômenos estudados sofrem influências das diferenças dos indivíduos e da evolução temporal.

Assim, os dados em painel são medições repetidas em diferentes pontos no tempo, assim, captura tanto a variação ao longo das diferentes empresas, como também a variação ao longo dos anos (CAMERON; TRIVEDI, 2009), ou seja, têm uma dimensão espacial e outra temporal (GUJARATI; PORTER, 2011).

Das vantagens da utilização dos dados em painel, pode-se considerar conforme Marques (2000, p. 3), o controle da heterogeneidade, a “maior quantidade de informações, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação”.

Assim, no presente estudo utilizou-se o método de regressão com dados em painel curto, visto que o número de empresas ultrapassa o número de períodos da divulgação do *guidance*. E ainda, é importante ressaltar que é um painel desbalanceado, pois não há informações de projeções de todos os anos para todas as empresas.

Neste contexto, existem diversos tipos de estimadores para a realização de testes com dados em painel (FÁVERO, 2013), porém, no presente estudo serão utilizadas apenas três abordagens: POLS – (pooled ordinary least squares), efeitos fixos e efeitos aleatórios.

O modelo POLS representa uma regressão em seu modo mais convencional (FÁVERO et al., 2009). Este modelo não diferencia as observações de forma temporal individualmente, apenas faz as médias das observações, assim, o modelo pressupõe que o coeficiente angular β da variável explicativa X é o mesmo para todas as observações em todos os períodos, ou seja, não leva em conta a natureza de cada *cross-section*. Conforme Cameron e Trivedi (2010) e Fávero (2013), o modelo é estimado pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

O modelo de efeitos fixos, ao contrário do modelo POLS, considera as alterações nas *cross-sections* ao longo dos períodos (FÁVERO et al., 2009), o que faz com que capte as diferenças e as peculiaridades de cada indivíduo. O modelo pressupõe que o intercepto

α tem variação entre os indivíduos, porém, é constante ao longo dos anos, e os coeficientes angulares permanecem constantes ao longo dos anos.

O modelo de efeitos aleatórios pressupõe que o β é totalmente aleatório, ou seja, que não é correlacionado com os regressores. O modelo é elaborado por um estimador MQG – Mínimos Quadrados Generalizados (FÁVERO et al., 2014).

Para indicar o modelo que melhor se ajusta aos dados de receita líquida e de EBITDA, dois testes foram realizados: o teste de Breusch-Pagan e o teste de Hausman.

O teste Breusch-Pagan “avalia a adequação do modelo de efeitos aleatórios com base na análise dos resíduos do modelo estimado por MQO, sob a hipótese nula que a variância dos resíduos seja igual a zero”. A seguir, são apresentadas as hipóteses do teste:

H_0 : a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero (POLS).

H_1 : a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).

O teste de Hausman foi aplicado com a finalidade de decidir entre os efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Neste sentido, foi testada a hipótese nula de que os resíduos não são correlacionados com as variáveis explicativas, ou seja, que o modelo de efeitos aleatórios apresenta parâmetros mais adequados do que o de efeitos fixos, assim, apresentam-se as seguintes hipóteses:

H_0 : o modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios).

H_1 : o modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

Como há possibilidade de presença de heterocedasticidade, as regressões foram estimadas com erros-padrão robustos.

Os resultados dos testes Breusch-Pagan e Hausman para definir qual modelo apresenta-se mais adequado para cada modelo, são expostos na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultados dos testes Breusch-Pagan e Hausman

| Teste | Receita líquida | | EBITDA | |
|----------------------|-----------------|--------|--------|--------|
| | ACUR | ERRO | ACUR | ERRO |
| Breusch-Pagan | 0,0007 | 0,0003 | 0,3727 | 0,1332 |
| Hausman | 0,0008 | 0,0032 | 0,1309 | 0,1233 |
| Resultados | Efeito Fixo | | POLS | |

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

De acordo com os resultados dos testes apresentados na Tabela 5, para as observações de receita líquida, o mais adequado é o modelo de efeitos fixos; já para as observações de EBITDA, o modelo mais adequado é o POLS.

3.5.2 Regressão em painel logístico

O modelo de regressão logística é utilizado quando a variável dependente é uma variável binária, que assume os valores 0 e 1. Assim, nos modelos em que esta variável é qualitativa, o objetivo é encontrar a probabilidade de ocorrência (GUJARATI; PORTER, 2011).

A regressão com dados em painel logístico é uma regressão na qual os dados variam entre indivíduos e ao longo do tempo, no entanto, a variável dependente é qualitativa com valores binários. Ainda, a regressão múltipla se baseia no método dos mínimos quadrados, enquanto que a regressão logística se baseia no método de máxima verossimilhança, ou seja, busca maximizar a probabilidade de um evento ocorrer (FÁVERO *et al.*, 2009).

Para os testes do presente estudo foram utilizados o modelo *Pooled Logit*, que requer conforme Fávero *et al.* (2009), que a base de dados seja uma grande *cross-section*.

Como análise de sensibilidade do modelo, foi realizada a análise de classificação, que apresenta o percentual de classificação correta para a amostra do estudo (HILBE, 2009). Conforme essa classificação pode-se identificar a credibilidade do modelo.

Como complemento, foi realizado o teste *Receiver Operating Characteristic*, conhecido como curva ROC, para verificar a qualidade do modelo. De acordo com Hilbe (2009), esse tipo de teste é utilizado quando o modelo logístico classifica casos. Que, no presente estudo, será classificado o acerto, otimismo e pessimismo.

Desse modo, consoante Fávero (2009), “quanto maior a área abaixo da Curva ROC, maior é a capacidade de o modelo discriminar os

grupos sinistrados (evento de interesse) dos não sinistrados”. O mesmo autor ainda apresenta a referência usual para classificação da curva, apresentado no Quadro 5.

Quadro 5 – Área abaixo da curva ROC

| Área abaixo da curva ROC | Interpretação |
|--------------------------|-------------------------|
| Menor ou igual a 0,5 | Não há discriminação |
| Entre 0,7 e 0,8 | Discriminação aceitável |
| Maior que 0,8 | Discriminação excelente |

Fonte: Fávero (2009).

Para os resultados da curva ROC, Hilbe (2009) destaca que valores superiores a 0,95 são improváveis e que os mais encontrados fica no intervalo entre 0,6 a 0,9. Ou seja, os resultados superiores a 0,7 já estão com classificação aceitável.

3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Esta pesquisa está limitada aos dados disponibilizados pelas empresas da amostra no site da BM&FBovespa e aos disponíveis no *software* Economática®.

A amostra do estudo é composta por aquelas empresas que evidenciaram *guidance* de receita líquida e de EBITDA entre os anos de 2010 e 2014. O que não se caracteriza como probabilístico, deste modo, os resultados não podem ser generalizados.

Para as variáveis de acerto e otimismo foram criadas margens de erro. Essas podem modificar os resultados conforme alterações dessas margens de erro.

O estudo se limita, também, as variáveis dependentes e independentes selecionadas e a forma como estas foram tratadas. Bem como, a margem aceitável de erro adotado na verificação entre o projetado e o realizado.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Antes de apresentar a estatística descritiva é retratado na Tabela 6 um panorama das projeções de resultados futuros evidenciados pelas empresas listadas na BM&FBovespa.

Tabela 6 – Distribuição das observações

| Ano | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | TOTAL |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Empresas Listadas na Bolsa | 541 | 537 | 521 | 528 | 517 | |
| Empresas que Publicaram <i>Guidance</i> | 62 | 71 | 88 | 84 | 80 | |
| <i>Guidance</i> de Receita Líquida | 10 | 11 | 11 | 13 | 9 | 54 |
| <i>Guidance</i> de EBITDA | 15 | 16 | 16 | 17 | 17 | 81 |
| <i>Guidance</i> de EBITDA e Receita | 5 | 6 | 6 | 7 | 4 | 18 |
| Total de Empresas Envolvidas | 20 | 21 | 21 | 23 | 22 | 39 |

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Pode-se observar que ao longo dos anos o número de empresas que realizaram divulgações de projeções aumentou. Do ano de 2010 para 2012 houve um crescimento de 42% na evidenciação. A partir disso, houve uma queda de 10% para o ano de 2014. Já no caso do *guidance* de Receita líquida e EBITDA, há variações ao longo dos anos e um leve crescimento, respectivamente.

Além da quantidade de evidenciações realizadas por tipo de projeção em cada ano, é possível perceber o total de empresas envolvidas por ano e quantas publicaram projeções de receita líquida e de EBITDA no mesmo ano. O que alcançou um total de 39 empresas, se contados todos os anos e os dois tipos de *guidance*.

A apresentação de resultados desta pesquisa foi dividida em quatro partes. Na primeira é apresentada a análise descritiva das variáveis utilizadas para os modelos de *guidance* de Receita Líquida, de *guidance* de EBITDA e o comparativo entre as projeções de receita líquida e de EBITDA.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 7 é apresentada a descrição das variáveis e a decomposição de sua variância *within*, que demonstra a variação ao

longo do tempo para cada indivíduo, e *between*, a variação entre os indivíduos, utilizadas no estudo. Elas estão divididas entre as observações que divulgaram projeções de receita e de EBITDA.

Tabela 7 – Descrição das variáveis e decomposição de variância *within* e *between* das projeções de receita líquida

| Variáveis | Decom- posição | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo | Observações |
|-----------|-------------------|--------|------------------|---------|--------|-------------------|
| ACUR | geral | | 0,7221 | 0 | 4,0885 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,2280 | 0,4372 | 0,0145 | 1,9686 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,5208 | -1,7406 | 2,3479 | 2,8421 |
| ERRO | geral | | 0,7442 | -0,3469 | 4,0885 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,1420 | 0,4623 | -0,2629 | 1,9686 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,5264 | -1,8266 | 2,2619 | 2,8421 |
| ACERT | geral | | 0,4423 | 0 | 1 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,2593 | 0,3343 | 0 | 1 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,3406 | -0,2407 | 1,0093 | 2,8421 |
| OTIM1 | geral | | 0,4874 | 0 | 1 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,3704 | 0,3065 | 0 | 1 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,4075 | -0,4296 | 1,1704 | 2,8421 |
| OTIM2 | geral | | 0,5064 | 0 | 1 | N = 40 |
| | <i>between</i> | 0,5000 | 0,4055 | 0 | 1 | n = 17 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,3767 | -0,3000 | 1,1667 | 2,3529 |
| CAIndep | geral | | 0,2134 | 0 | 0,7143 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,2072 | 0,2215 | 0 | 0,6429 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0530 | 0,0612 | 0,3469 | 2,8421 |
| LCATam | geral | | 0,3509 | 0,6931 | 2,7726 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 1,9109 | 0,3672 | 1,0397 | 2,3979 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1639 | 1,2178 | 2,6041 | 2,8421 |
| CAudEx | geral | 0,4259 | 0,4991 | 0 | 1 | N = 54 |

| Variáveis | Decomposição | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo | Observações |
|-----------|----------------|---------|---------------|---------|---------|-------------------|
| P | <i>between</i> | | 0,4848 | 0 | 1 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1817 | -0,3241 | 0,9259 | 2,8421 |
| CAudIndep | geral | | 0,2666 | 0 | 1 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,1451 | 0,2172 | 0 | 0,6667 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1273 | -0,5216 | 0,4784 | 2,8421 |
| PercBloc1 | geral | | 0,0927 | 0 | 0,3544 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,0861 | 0,0881 | 0 | 0,3543 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0491 | -0,0538 | 0,2556 | 2,8421 |
| PercOut | geral | | 0,1850 | 0 | 0,7455 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,2624 | 0,1981 | 0 | 0,7078 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0872 | -0,0344 | 0,5958 | 2,8421 |
| Lativo | geral | | 1,4756 | 18,6110 | 24,9731 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 22,1820 | 1,6484 | 18,6110 | 24,9658 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,2153 | 21,6283 | 23,2809 | 2,8421 |
| LHorizo | geral | | 0,6027 | 2,7081 | 6,3099 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 5,4392 | 0,4966 | 3,6889 | 5,7621 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,4869 | 3,2947 | 6,2461 | 2,8421 |
| ROA | geral | | 0,0550 | -0,1052 | 0,1395 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,0355 | 0,0596 | -0,0865 | 0,1395 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0256 | -0,0163 | 0,1070 | 2,8421 |
| PrejAnt | geral | | 0,3390 | 0 | 1 | N = 54 |
| | <i>between</i> | 0,8704 | 0,3351 | 0 | 1 | n = 19 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,2359 | 0,1204 | 1,3704 | 2,8421 |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A Tabela 7 descreve as variáveis utilizadas nos testes referentes às observações de projeções de receita. Como pode ser percebido, são 54 observações (com exceção de OTIM2, em que foram retiradas as observações de acerto) distribuídas em cinco anos, que foram melhor detalhadas na Tabela 6. Apesar de haver 54 observações, a amostra compõe-se de 19 empresas, sendo que apenas cinco evidenciaram todos os anos.

Tabela 8 – Descrição das variáveis e decomposição de variância *within* e *between* das projeções de EBITDA

| Variáveis | Decomposição | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo | Observações |
|-----------|----------------|--------|---------------|---------|--------|----------------|
| ACUR | geral | 0,2765 | 0,5224 | 0 | 3,2709 | N = 81 |
| | <i>between</i> | | 0,4426 | 0 | 1,9353 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,3427 | -1,0591 | 1,6121 | T-bar = 2,6129 |
| ERRO | geral | 0,1145 | 0,5806 | 0,5997 | 3,2709 | N = 81 |
| | <i>between</i> | | 0,4251 | 0,5619 | 1,3356 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,4540 | 1,8207 | 2,0498 | T-bar = 2,6129 |
| ACERT | geral | 0,3827 | 0,4891 | 0 | 1 | N = 81 |
| | <i>between</i> | | 0,4105 | 0 | 1 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,3406 | -0,4173 | 1,1827 | T-bar = 2,6129 |
| OTIM1 | geral | 0,3086 | 0,4648 | 0 | 1 | N = 81 |
| | <i>between</i> | | 0,4115 | 0 | 1 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,2976 | 0,3580 | 1,1086 | T-bar = 2,6129 |
| OTIM2 | geral | 0,4902 | 0,5049 | 0 | 1 | N = 51 |
| | <i>between</i> | | 0,4412 | 0 | 1 | n = 25 |
| | <i>within</i> | | 0,3136 | 0,1765 | 1,2402 | T-bar = 2,04 |
| CAIndep | geral | 0,3071 | 0,2337 | 0 | 0,8889 | N = 81 |
| | <i>between</i> | | 0,2076 | 0 | 0,7143 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,0726 | 0,0447 | 0,5108 | T-bar = 2,6129 |
| LCATa | geral | 2,1188 | 0,2976 | 1,0986 | 2,7726 | N = 81 |

| Variáveis | Decomposição | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo | Observações |
|-----------------|----------------|--------|---------------|---------|---------|-------------------|
| m | <i>between</i> | | 0,2432 | 1,6094 | 2,6529 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1499 | 1,2818 | 2,9557 | 2,6129 |
| CAudExi st | geral | | 0,4985 | 0 | 1 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 0,4321 | 0,4882 | 0 | 1 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1479 | 0,3179 | 0,9321 | 2,6129 |
| CAudInd ep | geral | | 0,2802 | 0 | 1 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 0,1379 | 0,2428 | 0 | 1 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1108 | 0,5288 | 0,4712 | 2,6129 |
| PercBloc k | geral | | 0,1017 | 0 | 0,4123 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 0,0942 | 0,0912 | 0 | 0,3465 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0527 | 0,0457 | 0,2637 | 2,6129 |
| PercEstr ang | geral | | 0,1672 | 0 | 0,6590 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 0,1137 | 0,1766 | 0 | 0,6590 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0294 | 0,0450 | 0,2461 | 2,6129 |
| PercOut | geral | | 0,2501 | 0,0006 | 0,9996 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 0,3568 | 0,2423 | 0,0006 | 0,9978 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,0753 | 0,0599 | 0,6901 | 2,6129 |
| PercCont | geral | | 0,3383 | 0 | 0,9994 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 0,449 | 0,3305 | 0 | 0,9994 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,1006 | 0,0657 | 0,8553 | 2,6129 |
| Lativo | geral | | 1,1227 | 20,8315 | 24,9731 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 22,88 | 1,1277 | 20,8619 | 24,9658 | n = 31 T-bar = |
| | <i>within</i> | | 0,2125 | 22,3268 | 23,9794 | 2,6129 |
| LHorizo n | geral | | 0,5680 | 2,7081 | 6,2344 | N = 81 |
| | <i>between</i> | 5,3299 | 0,4838 | 3,6889 | 5,9839 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,4582 | 3,1854 | 6,3878 | T-bar = |

| Variáveis | Decom- posição | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo | Observações |
|-----------|-------------------|--------|------------------|--------|--------|-------------------|
| | | | | | | 2,6129 |
| ROA | geral | 0,0995 | 0,1484 | 0,3213 | 0,6534 | N = 81 |
| | between | | 0,1272 | 0,2120 | 0,5055 | n = 31 |
| | within | | 0,0664 | 0,2685 | 0,4025 | T-bar = 2,6129 |
| PrejAnt | geral | 0,8642 | 0,3447 | 0 | 1 | N = 81 |
| | <i>between</i> | | 0,3533 | 0 | 1 | n = 31 |
| | <i>within</i> | | 0,2250 | 0,0642 | 1,5309 | T-bar = 2,6129 |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A descrição das variáveis utilizadas nos teste de projeções de EBITDA é apresentada na Tabela 8. Estas variáveis são compostas de 81 observações (com exceção de OTIM2, em que foram retiradas as observações de acerto) distribuídas no período de cinco anos. A amostra dessas observações compõe-se por 31 empresas, sendo que a quantidade de empresas por ano pode ser verificado na Tabela 6. Apenas cinco empresas divulgaram todos os anos do período.

Em relação a variável ACUR, pode-se observar um valor bastante superior ao encontrado no estudo de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005), de 0,022 de média, contra os 0,228 e 0,277 do presente estudo. Isso indica que a diferença entre o projetado e o realizado nesta amostra é mais de dez vezes maior do que o observado naquela pesquisa. Uma possível explicação para isto pode estar na variável Horizon, que neste estudo foi em média de 260 e 232, já no dos autores citados foi de 173 dias. Ou seja, a amostra de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) evidenciou as projeções mais tarde, mas erraram menos.

A independência do conselho de administração é outro ponto que merece destaque, pois em média apresentou-se os valores de 20,7% e 30,7% de independência, valores bastante abaixo daqueles encontrados por Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005) de 71,66%, e de Al-Najjar e Abed (2014), de 60,61%, com amostras dos EUA e do Reino Unido, respectivamente.

Outro aspecto analisado nesta seção é a correlação entre as variáveis utilizadas. A apresentação da mesma está disposta no Apêndice A, com as observações de receita líquida, e no Apêndice B,

com as observações de EBITDA. É possível verificar que entre as variáveis dependentes e independentes não houve correlação forte. Os maiores valores observados foram em relação a variável OTIM2 e ROA, para ambos os grupos de observações.

Entre as variáveis independentes das observações de receita líquida, a correlação mais forte foi de 0,6371 entre as variáveis de controle ROA e PrejAnt. As demais apresentaram-se baixas. Por este motivo os modelos não devem sofrer problemas com multicolinearidade.

Para as variáveis independentes das observações de EBITDA, a correlação mais forte foi de 0,8287 entre PercCont e PercOut, porém estas não foram utilizadas para o mesmo modelo. Assim, a correlação mais forte foi entre as variáveis PercOut e CAIndep, de 0,6223. Assim, também foi considerado que os modelos não devem sofrer com multicolinearidade.

4.2 RESULTADOS DAS OBSERVAÇÕES DAS PROJEÇÕES DE RECEITA LÍQUIDA

Nesta seção são apresentados os resultados obtidos pelos testes que envolvem as observações das empresas que divulgaram projeções de resultados futuros de receita líquida. Na ordem apresentam-se os resultados de Acurácia, Erro, Acerto e Otimismo.

4.2.1 Acurácia

Conforme descrito na metodologia da pesquisa, a variável acurácia calcula o quanto, em módulo, a projeção de resultado futuro de receita líquida teve de desvio em relação ao realizado. Assim, os resultados demonstram o quanto cada variável contribuiu para aproximar ou afastar-se do acerto.

Os resultados obtidos com o teste de acurácia (ACUR) e os mecanismos de governança corporativa, por meio de uma regressão com dados em painel desbalanceado com estimação de efeitos fixos com erros-padrão robustos, são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Modelo de regressão em painel com efeitos fixos – variável dependente ACUR – Receita Líquida

| | (i) | (ii) | (iii) |
|--------------------------------|------------|------------|------------|
| CAIndep | -1,4875** | -1,4940** | -1,6094*** |
| LCATam | -0,0173 | | |
| CAudExist | 4,0128*** | 4,0080*** | 3,9900*** |
| CAudIndep | -3,5715*** | -3,5934*** | -3,4104*** |
| PercBlock | 0,1060 | | |
| PercOut | 1,5540*** | 1,5576*** | 1,6394*** |
| Lativo | -0,9983*** | -0,9876*** | -1,0506*** |
| LHorizon | -0,0625 | -0,0643 | |
| ROA | -8,6496*** | -8,6576*** | -8,1913*** |
| PrejAnt | 0,7581*** | 0,7607*** | 0,7124*** |
| Constate | 21,0919*** | 20,8444*** | 21,9008*** |
| F | 179,23 | 226,57 | 29,42 |
| Sig F | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| R² (Geral) | 0,0003 | 0,0002 | 0,0009 |
| R² (Between) | 0,0982 | 0,0973 | 0,0999 |
| R² (Within) | 0,9223 | 0,9223 | 0,9207 |
| População (N) | 54 | 54 | 54 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A Tabela 9 apresenta o resultado de três regressões. A primeira com todas as variáveis que foram propostas inicialmente. A segunda e a terceira com a retirada daquelas que apresentaram menor significância, até alcançar o modelo que apresentasse todas as variáveis com significância. No entanto, é possível observar que não houve grandes mudanças e que todas as variáveis permaneceram com os mesmos sinais.

Os achados apontam que os mecanismos de governança estão associados com a acurácia das projeções de receita líquida, visto que o modelo é significativo a uma margem $p < 0,01$. Desta forma, a independência do conselho de administração (CAIndep), a

independência do Comitê de Auditoria (CAudIndep), o tamanho da empresa (Lativo) e o desempenho medido pelo ROA (ROA) contribuem para a acurácia do *guidance* da receita, pois apresentaram coeficientes negativos, o que contribui para aproximar do zero o erro. Já a existência do comitê de auditoria (CAudExist), o percentual de outros (PercOut) e a ocorrência de prejuízo anterior (PrejAnt) são associados significativamente ao aumento do erro da projeção.

4.2.2 Erro

A variável ERRO é calculada da mesma forma que a variável acurácia, com exceção do módulo. Nesta variável é utilizado o sinal do resultado da equação. Desta forma é possível verificar se os mecanismos de governança estão mais propensos a contribuir para a empresa ficar acima ou abaixo do valor projetado, já que agora, os valores são apresentados de forma positiva e negativa.

Os resultados dos testes realizados com o ERRO em relação aos mecanismos de governança podem ser observados na Tabela 10. Para isso, foi realizado um teste de regressão com dados em painel desbalanceado com estimação de efeitos fixos com erros-padrão robustos.

Tabela 10 – Modelo de regressão em painel com efeitos fixos – variável dependente ERRO – Receita Líquida

| | (i) | (ii) | (iii) |
|------------------|-------------|-------------|------------|
| CAIndep | -0,8825 | -0,7808 | |
| LCATam | 0,0454 | 0,0521 | |
| CAudExist | 4,1466*** | 4,1996*** | 4,3139*** |
| CAudIndep | -4,3002*** | -4,4163*** | -4,5401*** |
| PercBlock | 0,4817 | 0,5404 | |
| PercOut | 0,1975 | | |
| Lativo | -0,9526** | -0,9227** | -0,9939** |
| LHorizon | -0,0772 | -0,0805 | |
| ROA | -10,7254*** | -10,6452*** | -9,7591*** |
| PrejAnt | 0,8506*** | 0,8614*** | 0,7869*** |
| Constata | 20,1943** | 19,5418** | 20,6716** |
| F | 804,64 | 435,13 | 33,32 |

| | (i) | (ii) | (iii) |
|--------------------------------|--------|--------|--------|
| Sig F | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| R² (Geral) | 0,0003 | 0,0007 | 0,0002 |
| R² (Between) | 0,0564 | 0,0525 | 0,0499 |
| R² (Within) | 0,8727 | 0,8725 | 0,8611 |
| População (N) | 54 | 54 | 54 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A Tabela 10 exhibe o resultado de três testes realizados com as mesmas variáveis, que foram eliminadas conforme a significância apresentada. Desta forma, a terceira coluna apresenta o teste que apresentou significância para todas as variáveis testadas. Pode-se observar que as alterações foram sutis de um teste para outro, além de não ter alterado o sinal da relação, os coeficientes não sofreram grandes alterações.

Assim como já era de se esperar após a análise da acurácia, os mecanismos de governança se mostraram estatisticamente significantes quando testados com o ERRO. Porém, agora busca-se verificar quais mecanismos tendem a elevar a projeção e quais tendem a diminuir as projeções.

Foram identificadas cinco variáveis com significância ao nível de 1%. Das variáveis significativas, a existência do comitê de auditoria (CAudExist) e a ocorrência de prejuízo no período anterior (PrejAnt) estão associadas com o aumento das projeções realizadas pelos gestores. Já a independência do comitê de auditoria, o tamanho da empresa e o desempenho são relacionados com o aumento de erros negativos, ou seja, ajudam a ser mais pessimistas.

4.2.3 Acerto

O acerto (ACERT) é uma variável qualitativa, que teve o intuito de verificar quais mecanismos de governança presentes nas empresas aumentam a propensão de acerto das projeções. Mesmo que a projeção seja uma estimativa, estudos anteriores (AJINKYA; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2005, KARAMANOU; VAFEAS, 2005, AHMAD-ZALUKI; WAN-HUSSIN, 2010) já apresentaram associação entre o *guidance* e os mecanismos de governança.

Para o teste com a variável ACERT foi realizado uma regressão com dados em painel logístico desbalanceado com erros-padrão robusto. Na Tabela 11 é apresentado o resultado do modelo Pooled.

Tabela 11 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente ACERT – Receita Líquida

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| CAIndep | 6,5324* | 3,7288 | 1,75 | 0,080 |
| LCATam | 0,8900 | 2,8773 | 0,31 | 0,757 |
| CAudExist | 1,0290 | 0,9796 | 1,05 | 0,294 |
| CAudIndep | -7,7525** | 3,6668 | -2,11 | 0,034 |
| PercBlock | 0,6589 | 7,1756 | 0,09 | 0,927 |
| PercOut | -4,9323** | 2,0406 | -2,42 | 0,016 |
| Lativo | -0,3980 | 0,3286 | -1,21 | 0,226 |
| LHorizon | 0,8508 | 0,6451 | 1,32 | 0,187 |
| ROA | -1,5970 | 10,6311 | -0,15 | 0,881 |
| PrejAnt | 0,0574 | 1,6424 | -0,03 | 0,972 |
| Constata | 1,6208 | 8,8080 | 0,18 | 0,854 |
| População (N) | 54 | | | |
| Log pseudolikelihood | -25,4716 | | | |
| Pseudo R² | 0,1758 | | | |
| Wald chi2 (10) | 43,70 | | | |
| Prob > chi2 | 0,0000 | | | |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Os resultados evidenciam que o modelo como um todo se mostrou significativo ao nível de $p < 0,01$. Isso denota que pelo menos uma variável é estatisticamente significativa no modelo de probabilidade de acerto das projeções.

As variáveis CAudIndep e PercOut foram significantes ao nível de 5%. Já CAIndep foi significativa ao nível de 10%. Em relação a este resultado, pode-se dizer que é mais provável que haja acerto nas empresas em que conselho de administração tem maior independência (CAIndep) e tem o seu capital menos pulverizado (PercOut) entre sócios

anônimos, ou seja, que são classificados como outros. Já as empresas com maior independência no comitê de auditoria têm mais propensão a não acertar.

Para este modelo foi realizado a análise de sensibilidade a fim de verificar o percentual de classificação correta do modelo em relação às observações. Assim, foi possível verificar que o modelo classificou 74,07% das observações corretamente, como pode ser visto no Apêndice C.

Como complemento foi realizada a análise da curva *Receiver Operating Characteristic* (ROC), que mede a eficiência global do modelo, e se obteve o valor de 0,7821 de área abaixo da curva ROC. Deste modo, é possível inferir que o modelo é considerado aceitável em relação aos seus efeitos de previsão.

4.2.4 Otimismo

A variável otimismo 1 (OTIM1) é uma *dummy* qualitativa, que difere entre as observações que foram otimistas e as demais, como foi demonstrado no capítulo da metodologia da pesquisa. Deste modo, esta variável foi testada em relação à governança corporativa adotada pelas empresas.

Foi utilizada regressão com dados em painel logístico desbalanceado com erros-padrão robusto para verificar quais variáveis de governança são mais propensas a estarem presentes na ocorrência do otimismo ou nos demais casos. Os achados são apresentados na Tabela 12.

Tabela 12 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM1 – Receita Líquida

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| CAIndep | -0,0349 | 3,8754 | -0,01 | 0,993 |
| LCATam | -1,5823 | 1,5363 | -1,03 | 0,303 |
| CAudExist | -0,2611 | 1,0191 | -0,26 | 0,798 |
| CAudIndep | -0,7506 | 1,9410 | -0,39 | 0,699 |
| PercBlock | 8,2742* | 4,3780 | 1,89 | 0,059 |
| PercOut | -3,7087 | 2,6506 | -1,40 | 0,162 |
| Lativo | 0,8037** | 0,3306 | 2,43 | 0,015 |
| LHorizon | 0,0770 | 0,6068 | 0,13 | 0,899 |

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| ROA | -33,7349 | 25,8149 | -1,31 | 0,191 |
| PrejAnt | 2,3777 | 3,0419 | 0,78 | 0,434 |
| Constante | -16,4478** | 7,8403 | -2,10 | 0,036 |
| População (N) | 54 | | | |
| Log pseudolikelihood | -25,8156 | | | |
| Pseudo R² | 0,2747 | | | |
| Wald chi2 (10) | 65,43 | | | |
| Prob > chi2 | 0,0000 | | | |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

O *output* do teste para OTIM1 encontra-se na Tabela 12. O modelo como um todo teve significância ao nível de 1%, como pode ser observado pelo teste de Wald. Assim, apenas duas variáveis foram estatisticamente significantes para explicar a probabilidade de otimismo. A pouca significância pode ter sido causada pelas observações que não são otimistas, pois elas podem ser tanto acerto quanto pessimista e isto pode ter atrapalhado o modelo. Porém, o próximo teste verifica esta variável sem os acertos.

As variáveis PercBlock e Lativo foram positivamente significantes ao nível de 10% e 5%, respectivamente, o que aponta que quanto maior o percentual de *blockholders* e maior a empresa, maior a probabilidade de ser otimista.

Foi realizada a análise de sensibilidade para verificar o percentual de acerto do modelo em relação às observações. Dessa análise percebe-se que 77,78% das observações foram classificadas corretamente com a utilização do modelo. Este resultado está disposto no Apêndice D.

Como complemento foi realizada a análise da curva de ROC, em que foi observado o valor de 0,8500 de área abaixo da curva ROC, o que pode ser considerado como excelente ao se tratar dos seus efeitos de previsão.

Como descrito na metodologia da pesquisa, o teste adicional para o otimismo foi realizado com a variável otimismo 2 (OTIM2), que é uma variação do OTIM1, pois esta variável *dummy* classifica suas

observações em otimista e pessimista, ou seja, elimina todas aquelas observações que acertaram.

Para a realização do teste também foi utilizada a regressão com dados em painel logístico desbalanceado com erros-padrão robusto, e os resultados estão dispostos na Tabela 13.

Tabela 13 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM2 – Receita Líquida

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| CAIndep | 38,7538*** | 13,9797 | 2,77 | 0,006 |
| LCATam | -7,4032** | 3,3193 | -2,23 | 0,026 |
| CAudExist | 6,9470** | 2,9633 | 2,34 | 0,019 |
| CAudIndep | -27,8066** | 11,5367 | -2,41 | 0,016 |
| PercBlock | 29,4829** | 14,6629 | 2,01 | 0,044 |
| PercOut | -36,2699** | 14,5369 | -2,50 | 0,013 |
| Lativo | 0,1416 | 0,4121 | 0,34 | 0,731 |
| LHorizon | 2,1200 | 1,9881 | 1,07 | 0,286 |
| ROA | -297,2182*** | 96,2136 | -3,09 | 0,002 |
| PrejAnt | 27,4373*** | 8,9681 | 3,06 | 0,002 |
| Constate | -15,6111 | 17,4740 | -0,89 | 0,372 |
| População (N) | | 40 | | |
| Log pseudolikelihood | | -7,0055 | | |
| Pseudo R² | | 0,7473 | | |
| Wald chi2 (10) | | 60,20 | | |
| Prob > chi2 | | 0,0000 | | |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Os resultados obtidos do teste com OTIM2 mostram que o modelo foi significativo ao nível de 1%. Um fator surpreendente é o valor do Pseudo R² de 0,7473, muito superior ao dos outros modelos, o que denota maior poder de predição. É importante ressaltar que pelo fato de não ter as observações que acertaram, a amostra foi reduzida para 40 observações.

Em relação às variáveis explicativas, obtiveram-se oito estatisticamente significantes. Destas, CAIndep, ROA e PrejAnt foram significativas ao nível de 1% e as demais ao nível de 5%.

Já para a probabilidade de ocorrência de otimismo, as seguintes variáveis foram positivamente significantes: CAIndep, CAudExist, PercBlock e PrejAnt. Deste modo, a independência do conselho de administração, a existência do comitê de auditoria, o percentual de *blockholders* e a ocorrência de prejuízo anterior aumentam a probabilidade de ocorrência de otimismo.

E as variáveis que foram negativamente significantes são as que diminuem a probabilidade de otimismo e aumenta a de pessimismo. São elas: LCATam, CAudIndep, PercOut e ROA. Ou seja, maior quantidade de membros no conselho de administração, maior independência do comitê de auditoria, maior dispersão de investidores e melhor desempenho faz com que as empresas sejam menos propensas a serem otimistas em suas projeções de receita líquida.

A análise de sensibilidade apontou que o modelo classificou corretamente 92,5% das observações, como pode ser visto no Apêndice E. Em complemento, foi realizada a análise da curva de ROC, que apresentou o valor de 0,9775 de área abaixo da curva de ROC, o que representa que o modelo tem um ótimo poder de previsão.

4.2.5 Análise das propriedades das projeções de receita líquida

Nesta subseção são apresentadas as análises dos testes realizados com as propriedades do *guidance*, como também, o comparativo entre os resultados e a comparação com a literatura. A análise e o comparativo são realizados de forma conjunta, pois a literatura aborda de forma geral a contribuição dos mecanismos de governança com melhores projeções de resultados futuros, bem como na qualidade de evidenciações voluntárias, assim, não faria sentido separar a análise.

Na Tabela 14 apresentam-se os valores dos coeficientes resultantes dos testes apresentados nas subseções anteriores e a representação da significância por asteriscos até o nível de 10%.

Tabela 14 – Síntese dos modelos de Receita Líquida

| | ACUR | ERRO | ACERT | OTIM1 | OTIM2 |
|------------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|------------------|
| CAIndep | -1,4875 ** | -0,8825 | 6,5324 * | -0,0349 | 38,7538 *** |
| LCATam | -0,0173 | 0,0454 | 0,8900 | -1,5823 | -7,4032 ** |
| CAudExist | 4,0128 *** | 4,1466 *** | 1,0290 | -0,2611 | 6,9470 ** |
| CAudIndep | -3,5715 *** | -4,3002 *** | -7,7525 ** | -0,7506 | -27,8066 ** |
| PercBlock | 0,1060 | 0,4817 | 0,6589 | 8,2742 * | 29,4829 ** |
| PercOut | 1,5540 *** | 0,1975 | -4,9323 ** | -3,7087 | -36,2699 ** |
| Lativo | -0,9983 *** | -0,9526 ** | -0,3980 | 0,8037 ** | 0,1416 |
| LHorizon | -0,0625 | -0,0772 | 0,8508 | 0,0770 | 2,1200 |
| ROA | -8,6496 *** | -10,7254 *** | -1,5970 | -33,7349 | -297,2182 *** |
| PrejAnt | 0,7581 *** | 0,8506 *** | -0,0574 | 2,3777 | 27,4373 *** |
| Constate | 21,0919 *** | 20,1943 ** | 1,6208 | -16,4478 ** | -15,6111 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Pela análise da Tabela 14 com os resultados de todos os testes realizados, a partir das observações de receita líquida, é possível realizar inferências para cada variável independente testada.

As primeiras variáveis são a respeito do conselho de administração, representadas pelo tamanho e independência. É possível associar o conselho com o *guidance*, visto que a independência se mostrou significativa para o teste com ACUR, ACERT e OTIM2 e o tamanho só para OTIM2. Assim, pode-se inferir que a independência do conselho influencia mais do que o tamanho, e que esta independência está ligada ao menor desvio das projeções, como também ao acerto ou a um provável otimismo, mas, o maior número de membros diminui o otimismo. Desta forma, a maior independência está ligada ao acerto ou a um pequeno otimismo.

O comitê de auditoria está representado nos testes pelas variáveis CAudExist e CAudIndep, o que demonstra a existência do comitê e o quanto dele é independente. A existência do comitê se mostrou significativa nos testes com ACUR, ERRO e OTIM2, todos de forma positiva. O que demonstra que a existência de comitê de auditoria aumenta o desvio de forma otimista. Já a independência apresentou significância nos testes com ACUR, ERRO, ACERT e OTIM2, todos de forma negativa. Demonstra equilíbrio entre existência e independência, pois só a existência não é suficiente para que as projeções fiquem próximas do real, o comitê precisa de independência. Assim, a independência está ligada ao menor desvio e aumenta a probabilidade de pessimismo. O que deixa as projeções mais prudentes para os seus usuários.

Quanto à estrutura de propriedade foram adotadas duas variáveis, PercBlock e PercOut. A primeira é o percentual de *blockholders*, que verifica a vigilância sobre a empresa, ou seja, considera-se que investidores como *blockholders* acompanham melhor os passos da empresa e tem maior capacidade de interferir nas decisões e de exigir evidenciações confiáveis. Já o percentual de outros verifica o contrário, pois estes investidores não têm tanta capacidade de exigências e menos interesse, por seu capital ser reduzido. Mas, mesmo assim, os gestores podem realizar evidenciações para atrair novos investidores ou para valorizar suas ações.

A variável PercBlock apresentou significância positiva para o otimismo, e o PercOut apresentou significância para ACUR, ACERT e OTIM2. Para o percentual de outros investidores, os resultados mostram que o aumento dele contribui para aumentar o desvio, diminuir a probabilidade de acerto e os erros que ocorrem tem mais chances de serem pessimistas. Este resultado pode ser motivado pela distância destes investidores, visto que eles têm maior dificuldade de acompanhar e opinar na gestão da empresa.

Dentre as variáveis de controle, a única que não teve significância em nenhum teste foi a LHorizon, que aponta que a data da publicação não afeta a projeção. Já Lativo, ROA e PrejAnt apresentaram significância em ACUR, ERRO e OTIM.

Quanto ao tamanho da empresa, aponta que quanto maior, menor o desvio e esse desvio tende a ser negativo, mas há uma contradição quando se olha o resultado de OTIM1, que mostra aumento na probabilidade de otimismo em relação ao acerto ou pessimismo. Em relação ao ROA, os resultados seguem o mesmo caminho, que quanto maior retorno, menor é o desvio e que esse desvio é negativo, dessa

forma, tem maior probabilidade de ser pessimista. Já a ocorrência de prejuízo anterior teve seus resultados o inverso da variável ROA, pois a ocorrência de prejuízo aumenta o desvio de forma positiva e aumenta a probabilidade de presença de otimismo nas projeções de receita.

Manter uma boa expectativa da empresa pode ser um dos fatores determinantes para explicar estes resultados. Pois, quando o desempenho está bom, as projeções têm maior propensão de estarem conservadoras e, caso tenha ocorrido prejuízo ou o desempenho foi pior, há maior probabilidade de ocorrência de otimismo. Isto pode ocorrer devido à necessidade da empresa apresentar poder de reação de um ano para o outro, mas que muitas vezes não consegue realizar o que projetou.

Quadro 6 – Resumo dos resultados de Receita Líquida e os fatores positivos e negativos

| Estrutura de Governança | Variável | Fator Positivo | Fator Negativo |
|----------------------------------|---------------------------|-----------------------|--------------------------------------|
| Conselho de Administração | Tamanho | - | + Prob. de Pessimismo |
| | Independência | + Acurácia | + Prob. de Otimismo |
| Comitê de Auditoria | Existência | - | - Acurácia; + Prob. de Otimismo |
| | Independência | + Acurácia | + Prob. de Pessimismo |
| Estrutura de Propriedade | Blockholders | - | + Prob. de Otimismo |
| | Dispersão | - | - Acurácia; + Prob. de Pessimismo |
| Variáveis de Controle | Tamanho da empresa | + Acurácia | - |
| | Período | - | - |
| | Desempenho | + Acurácia | + Prob. de Pessimismo |
| | Prejuízo | - | - Acurácia; + Prob. de Otimismo |

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

De forma resumida, são apresentados no Quadro 6 os fatores positivos e negativos dos resultados para cada mecanismo de governança em relação às projeções de Receita Líquida.

4.3 RESULTADOS DAS OBSERVAÇÕES DAS PROJEÇÕES DE EBITDA

Nesta seção são apresentados os resultados obtidos pelos testes que envolvem as observações das empresas que divulgaram projeções de EBITDA. Assim, são apresentados na seguinte ordem: Acurácia, Erro, Acerto e Otimismo.

4.3.1 Acurácia

Os testes realizados com a variável ACUR em relação às observações de projeções de EBITDA são apresentados na Tabela 15. Eles estão dispostos em três colunas, nas quais mostram-se quais variáveis se ajustam melhor ao modelo. Assim, a variável PercOut foi substituída pela variável PercCont e PercEstrang pois, estas variáveis mostram melhor ajuste ao modelo.

Os resultados foram alcançados pela regressão com dados em painel desbalanceado com abordagem POLS (*pooled ordinary least squares*).

Tabela 15 – Modelo de regressão em painel com abordagem POLS – variável dependente ACUR - EBITDA

| | (i) | (ii) | (iii) |
|--------------------|------------|------------|------------|
| CAIndep | -0,7543 | -1,0923** | -1,1198** |
| LCATam | 0,1631 | 0,0811 | |
| CAudExist | -0,0913 | -0,1761 | -0,1764 |
| CAudIndep | 0,3074 | 0,4348 | 0,4441 |
| PercBlock | 0,1515 | -0,9343 | -0,9026 |
| PercOut | 0,5316 | | |
| PercCont | | -0,8055*** | -0,8067*** |
| PercEstrang | | 0,8776** | 0,8831** |
| Lativo | -0,1683* | -0,1480** | -0,1379** |
| LHorizon | 0,1098* | 0,1306** | 0,1293*** |
| ROA | -1,2270*** | -1,0651*** | -1,0337*** |

| | (i) | (ii) | (iii) |
|----------------------|--------|----------|----------|
| PrejAnt | 0,0391 | 0,0080 | |
| Constate | 3,3111 | 3,5960** | 3,5514** |
| F | 1,21 | 1,97 | 2,45 |
| Sig F | 0,3242 | 0,0693 | 0,0314 |
| R² | 0,2485 | 0,3617 | 0,3602 |
| Root MSE | 0,4841 | 0,4494 | 0,4436 |
| População (N) | 81 | 81 | 81 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Com a apresentação dos resultados pela Tabela 15, é possível perceber que com a alteração das variáveis do modelo (i) para o (ii) melhorou tanto a significância, que se tornou significativa a nível de 10%, quanto o R², que passou de 0,2485 para 0,3617. Com isso se justifica a alteração das variáveis. Para o último modelo retirou-se as duas variáveis com pior significância, o que fez com que o modelo tivesse significância ao nível de 5% e com uma leve alteração no R².

Os resultados apresentaram significância para as variáveis CAIndep, PercCont, PercEstrang, Lativo, LHorizon e ROA. Destes, com exceção do PercEstrang e LHorizon, que foram positivos, todos os demais apresentaram associação positiva na acurácia das projeções de EBITDA. Ou seja, o aumento da independência do conselho de administração, maior percentual em posse dos controladores, com melhor desempenho e empresas maiores é associado a projeções com menores desvios em relação ao realizado.

Alguns motivos podem ser apontados para a ocorrência destes resultados. Visto que, as empresas maiores, possivelmente, têm melhor estrutura e controle para a realização de projeções. A independência pode trazer maior equilíbrio para a empresa e ajudar nas decisões pró-investidores.

4.3.2 Erro

A variável dependente ERRO foi testada da mesma forma que a variável anterior, primeiro com as variáveis inicialmente propostas e depois com a troca do PercOut por PercCont e PercEstrang. Essas alterações fizeram com que melhorasse a significância do modelo, bem

como aumentou a quantidade de variáveis significantes e o R^2 do modelo. Para o último teste, por mais que diminua a significância do modelo e o R^2 , a variável Lhorizon se tornou significativa.

Desta forma, os resultados são apresentados na Tabela 16, os quais foram obtidos por meio do teste de regressão com dados em painel desbalanceado com abordagem POLS.

Tabela 16 – Modelo de regressão em painel com abordagem POLS – variável dependente ERRO – EBITDA

| | (i) | (ii) | (iii) |
|----------------------|-----------|------------|-----------|
| CAIndep | -0,3751 | -0,6624 | -0,7123 |
| LCA Tam | 0,0924 | 0,0365 | |
| CaudExist | -0,0344 | -0,1066 | -0,1036 |
| CaudIndep | 0,1182 | 0,1957 | 0,2036 |
| PercBlock | -0,5596 | -1,4423* | -1,3205* |
| PercOut | 0,3566 | | |
| PercCont | | -0,6352** | -0,6422** |
| PercEstrang | | 0,6113** | 0,6395** |
| Lativo | -0,1583* | -0,1431** | -0,1326** |
| Lhorizon | 0,0473 | 0,0580 | 0,0756** |
| ROA | -1,6404** | -1,5302*** | -1,3976** |
| PrejAnt | 0,1731 | 0,1503 | |
| Constate | 3,3414* | 3,5993** | 3,4591** |
| F | 1,64 | 3,19 | 3,17 |
| Sig F | 0,1429 | 0,0057 | 0,0083 |
| R² | 0,2019 | 0,2577 | 0,2514 |
| Root MSE | 0,5545 | 0,5386 | 0,5332 |
| População (N) | 81 | 81 | 81 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Percebe-se com os resultados que o modelo é significativo ao nível de 1%, já que o seu Sig. F deu 0,0083. O poder explicativo do R^2 foi de 0,2514.

Para as observações de EBITDA, as variáveis do conselho de administração e do comitê de auditoria não se mostraram significantes em relação ao erro, foram significantes aquelas relacionadas à estrutura de capital. Assim, foi significativa e associado de forma que diminui o erro, ao nível de 10% o PercBlock, e ao nível de 5% PercCont, Lativo e ROA. E as variáveis associadas ao aumento do erro, significantes ao nível de 5% foram: PercEstrang e Lhorizon.

Em síntese, a concentração de acionistas, empresas maiores e com melhor desempenho são associadas a terem o EBITDA realizado maior que o projetado. Já a maior porcentagem de estrangeiros e o maior tempo da projeção são relacionados com projeções maiores do que aquelas realizadas.

4.3.3 Acerto

No teste para verificar a probabilidade de acerto com a presença dos mecanismos de governança, utilizou-se de uma variável dicotômica que tem valor 1 (um) para acerto e 0 (zero) para outros (otimismo ou pessimismo). O teste realizado foi uma regressão com dados em painel logístico desbalanceado com efeitos Polled. Deste modo, os resultados são apresentados na Tabela 17.

Tabela 17 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente ACERT – EBITDA

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|--------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| CAIndep | 0,5622 | 1,9080 | 0,29 | 0,768 |
| LCATam | -0,5340 | 1,3625 | -0,39 | 0,695 |
| CaudExist | 1,5430** | 0,6457 | 2,39 | 0,017 |
| CaudIndep | -3,7925*** | 1,4589 | -2,60 | 0,009 |
| PercBlock | -2,2246 | 2,7977 | -0,80 | 0,427 |
| PercEstrang | -4,3080*** | 1,6791 | -2,57 | 0,010 |
| PercOut | -0,3775 | 1,7269 | -0,22 | 0,827 |
| Lativo | 0,2291 | 0,2713 | 0,84 | 0,398 |
| Lhorizon | -0,6345 | 0,6428 | -0,99 | 0,324 |
| ROA | 0,9699 | 1,3518 | 0,72 | 0,473 |
| PrejAnt | -0,9342 | 0,7503 | -1,25 | 0,213 |
| Constate | -0,1146 | 6,4094 | -0,02 | 0,986 |

| | |
|-----------------------------|----------|
| População (N) | 81 |
| Log pseudolikelihood | -43,3236 |
| Pseudo R² | 0,1962 |
| Wald chi2 (10) | 30,69 |
| Prob > chi2 | 0,0012 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Os achados indicam que o modelo com as variáveis utilizadas é significante ao nível de 1% e o seu poder de explicação com base no Pseudo R² é de 0,1962. Apenas três variáveis foram significantes no modelo.

A variável CaudExist foi positivamente significativa ao nível de 5% e as variáveis CaudIndep e PercEstrang foram negativamente significativa ao nível de 1%. Isso representa que, de acordo com o resultado do teste, a existência do comitê de auditoria aumenta a probabilidade de que a empresa acerte uma projeção de EBITDA, já conforme a independência desse comitê, essa probabilidade vai caindo. Além disso, o aumento de ações estrangeiras ajuda a diminuir a probabilidade de ocorrência da projeção alcançar o realizado.

Estes resultados podem indicar que tanto o comitê independente quanto os investidores estrangeiros, por estarem distantes da empresa, podem cobrar menos por evidenciações mais alinhadas a realidade.

Como análise adicional, foi verificado que o modelo classificou corretamente 70,37% das observações da amostra, como mostra o Apêndice F. Em complemento, a análise da curva ROC apresentou valor de 0,8019 de área abaixo da curva, denota que o modelo tem ótimo poder de previsão.

4.3.4 Otimismo

O teste com a variável dependente OTIM1 utiliza uma variável dicotômica, da mesma forma que o teste anterior, porém agora o valor 1 (um) é atribuído para as observações otimistas e 0 (zero) para os demais casos (acerto e pessimismo). Para alcançar os resultados, foi aplicado um teste de regressão com dados em painel logístico desbalanceado com efeitos Polled. Deste modo, os resultados são apresentados na Tabela 18.

Tabela 18 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM1 – EBITDA

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| CAIndep | 1,0608 | 1,9827 | 0,54 | 0,593 |
| LCATam | -1,4506 | 1,5549 | -0,93 | 0,351 |
| CaudExist | -2,5830** | 1,1639 | -2,22 | 0,026 |
| CaudIndep | 3,4443* | 2,0002 | 1,72 | 0,085 |
| PercBlock | -4,8748 | 3,0075 | -1,62 | 0,105 |
| PercEstrang | 4,0912*** | 1,5967 | 2,56 | 0,010 |
| PercOut | 2,4521 | 1,7409 | 1,41 | 0,159 |
| Lativo | -0,4224 | 0,2717 | -1,55 | 0,120 |
| Lhorizon | 0,2005 | 0,4821 | 0,42 | 0,678 |
| ROA | -10,6173*** | 3,0882 | -3,44 | 0,001 |
| PrejAnt | 1,5002 | 0,9601 | 1,56 | 0,118 |
| Constate | 9,4216* | 5,4765 | 1,72 | 0,085 |
| População (N) | 81 | | | |
| Log pseudolikelihood | -35,0319 | | | |
| Pseudo R² | 0,3002 | | | |
| Wald chi2 (10) | 29,82 | | | |
| Prob > chi2 | 0,0017 | | | |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Os resultados apurados pelo teste da variável OTIM1 em relação aos mecanismos de governança estão dispostos na Tabela 18 é possível perceber que o modelo é significativo ao nível de 1% e que o pseudo R² foi de 0,3002. Do conjunto de variáveis testadas, apenas quatro foram estatisticamente significantes.

Nos achados ainda é possível perceber que duas variáveis são associadas com o aumento da probabilidade de ocorrência de otimismo, a primeira é a CaudIndep, com significância ao nível de 10% e a PercEstrang ao nível de 1%. Já nas variáveis associadas para diminuir o otimismo tem-se a CaudExist ao nível de 5% e a ROA ao nível de 1%.

Assim, os resultados apontam que a maior independência do comitê de auditoria e o aumento do percentual estrangeiro contribuem para aumentar a probabilidade de otimismo no *guidance*. E a existência de comitê de auditoria e o melhor desempenho diminuem as chances de ocorrência de otimismo.

Em relação ao modelo, o percentual de acerto para as observações foi de 76,54%. O resultado pode ser observado no Apêndice G. Em adicional, a análise do teste da curva ROC apresentou valor de 0,8471 de área abaixo da curva, apontando que o modelo tem ótimo poder de previsão.

No teste adicional com o otimismo foram retiradas as observações identificadas como acerto. Dessa forma houve uma redução no número de observações, que passou a ser de 51 observações. Assim, foi atribuído 1 (um) para as observações otimistas e 0 (zero) para as que foram pessimistas.

O teste realizado foi uma regressão com dados em painel logístico desbalanceado com efeitos Polled. Deste modo, os resultados são apresentados na Tabela 19.

Tabela 19 – Modelo Pooled Robusto – variável dependente OTIM2 – EBITDA

| | Coef. | Erro Padrão | t | sig. |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------|-------------|
| CAIndep | 1,7841 | 2,1812 | 0,82 | 0,413 |
| LCATam | -1,7791 | 1,1095 | -1,60 | 0,109 |
| CaudExist | -1,9522 | 1,6280 | -1,20 | 0,230 |
| CaudIndep | 1,5715 | 2,8959 | 0,54 | 0,587 |
| PercBlock | -8,5726* | 5,0668 | -1,69 | 0,091 |
| PercEstrang | 1,5640 | 1,8168 | 0,86 | 0,389 |
| PercOut | 2,6089 | 3,4809 | 0,75 | 0,454 |
| Lativo | -0,2788 | 0,2475 | -1,13 | 0,260 |
| Lhorizon | 0,0271 | 0,6288 | 0,04 | 0,966 |
| ROA | -12,6040** | 5,4560 | -2,31 | 0,021 |
| PrejAnt | 1,5227 | 1,3638 | 1,12 | 0,264 |
| Constata | 9,2358 | 6,0091 | 1,54 | 0,124 |
| População (N) | 51 | | | |
| Log pseudolikelihood | -24,3106 | | | |

| | |
|-----------------------------|--------|
| Pseudo R² | 0,3121 |
| Wald chi2 (10) | 24,11 |
| Prob > chi2 | 0,0123 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

O teste realizado com a variável dependente OTIM2 resultou na Tabela 19. Pode-se constatar que o modelo resultante do teste é significativo ao nível de 5% e obteve R² de 0,3121. Em relação às variáveis, apenas duas apresentaram significância estatística.

As variáveis PercBlock e ROA foram negativamente significantes, a primeira ao nível de 10% e a segunda ao nível de 5%. Representa que o aumento do percentual em posse de *blockholders* e o melhor desempenho da empresa contribuem para diminuir a probabilidade de otimismo e, em consequência, de aumentar o pessimismo.

Do teste de sensibilidade, resultou um valor de 78,43% de observações classificadas corretamente, conforme Apêndice H, e a curva de ROC obteve um valor 0,8477, o que representa um ótimo poder de predição. Foram valores elevados, se considerar que se obtiveram apenas duas variáveis estatisticamente significantes.

4.3.5 Análise das propriedades das projeções de EBITDA

Nesta subseção são apresentadas as análises dos testes realizados com as propriedades das projeções de resultados futuros do EBITDA. As análises são feitas de forma cruzada, que utiliza os resultados de todos os testes apresentados anteriormente e, desta forma, é possível verificar qual a associação de determinada variável em relação às projeções como um todo.

Na Tabela 20 estão dispostos todos os coeficientes resultantes dos testes apresentados anteriormente, bem como a significância dos mesmos até o nível de 10%.

Tabela 20 – Síntese dos modelos de EBITDA

| | ACUR | ERRO | ACERT | OTIM1 | OTIM2 |
|--------------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|
| CAIndep | -1,1198 ** | -0,7123 | 0,5622 | 1,0608 | 1,7841 |
| LCA Tam | | | -0,5340 | -1,4506 | -1,7791 |
| CAudExist | -0,1764 | -0,1036 | 1,5430 ** | -2,5830 ** | -1,9522 |
| CAudIndep | 0,4441 | 0,2036 | -3,7925 *** | 3,4443 * | 1,5715 |
| PercBlock | -0,9026 | -1,3205 * | -2,2246 | -4,8748 | -8,5726 * |
| PercOut | | | -0,3775 | 2,4521 | 2,6089 |
| PercCont | -0,8067 *** | -0,6422 ** | | | |
| PercEstrang | 0,8831 ** | 0,6395 ** | -4,3080 *** | 4,0912 *** | 1,5640 |
| Lativo | -0,1379 ** | -0,1326 ** | 0,2291 | -0,4224 | -0,2788 |
| LHorizon | 0,1293 *** | 0,0756 ** | -0,6345 | 0,2005 | 0,0271 |
| ROA | -1,0337 *** | -1,3976 ** | 0,9699 | -10,6173 *** | -12,6040 ** |
| PrejAnt | | | -0,9342 | 1,5002 | 1,5227 |
| Constate | 3,5514 ** | 3,4591 ** | -0,1146 | 9,4216 * | 9,2358 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

De modo geral, os resultados apresentados por cada teste apresentam consistência quando observado um em relação ao outro. É possível perceber que nos testes com ACUR e ERRO, quando a variável está relacionada com maior desvio, ela também está relacionada com o otimismo e quando a relação é para menor desvio está relacionada a pessimismo. Isto não quer dizer que estas variáveis vão deixar otimista ou pessimista a projeção e sim que elas são associadas com contribuições desta forma, pois se há um forte otimismo uma variável pessimista pode ajudar a diminuir este viés e aproximar-se do ponto certo.

Nos dois testes de otimismo é possível verificar que não há alteração de sinal da relação das variáveis, o que demonstra consistência entre os dois resultados. E das variáveis que são significantes entre ACERT e OTIM é possível perceber que, quando a relação de uma é positiva a da outra é negativa e vice e versa.

Em relação ao conselho de administração, apenas a independência apareceu significativa. Desse modo, a mesma está relacionada com a diminuição do desvio, ou seja, com o aumento da acurácia, mas a mesma não está relacionada com a probabilidade de acerto, otimismo e pessimismo.

Para as variáveis que representam o comitê de auditoria não houve significância na variação do desvio, mas mostram contribuições na probabilidade do acerto, otimismo e pessimismo. Assim, a existência do comitê contribui para o aumento da probabilidade de acerto e diminui as chances de ser otimista. Já a independência de efeito contrário, diminui o acerto e aumenta a probabilidade otimismo.

São duas as variáveis de estrutura de capital, a PercCont, de acordo com os resultados é associada com o aumento da acurácia, mas tende a ter viés pessimista, o que mostra que quanto maior o percentual do controlador, mais próximo do real a projeção é, e se for para ter um erro, esse erro é pessimista. Já a PercEstrang é associada a aumentar o desvio otimista, o que faz diminuir a probabilidade de acerto. Assim, quanto maior o percentual estrangeiro, menos chances tem de a projeção estar correta, ela tende a aumentar o otimismo.

Estes fatores podem ocorrer pela proximidade e interesse com que cada acionista tem da empresa. O acionista controlador quer mostrar que é confiável e capaz e este pode ser o motivo de ser pessimista, pois seria mais fácil de bater suas próprias metas. Já para o acionista estrangeiro, pode servir de propaganda, mas essa propaganda tende a ser otimista, mostrando que é mais do que realmente acontece.

Quanto ao tamanho da empresa, os testes apontam que empresas maiores são associadas com desvio menores, e que esse desvio tende a ser pessimista. Isto pode levar a pensar que empresas maiores têm mais controle e condições para realizar projeções com maior acurácia.

A data da previsão se mostrou significativa em relação ao desvio, assim, quanto mais longe do final do período, maior é o desvio, com tendência a ser otimista. Isso pode levar a pensar que quanto mais tarde é realizada a projeção, mais a empresa tem conhecimento da situação da empresa e assim menor desvio terá.

Na observação do desempenho, verificou-se que quanto melhor o desempenho menor é o desvio e que aumenta a probabilidade de ser pessimista. Isso leva a pensar que se o desempenho foi bom, a empresa não tem a necessidade de apontar que será melhor ainda, desta forma ela não será otimista e a projeção terá mais acurácia.

Quadro 7 – Resumo dos resultados de Receita Líquida e os fatores positivos e negativos

| Estrutura de Governança | Variável | Fator Positivo | Fator Negativo |
|----------------------------------|------------------------------|---------------------------|------------------------------------|
| Conselho de Administração | Tamanho | - | - |
| | Independência | + Acurácia | - |
| Comitê de Auditoria | Existência | + Probabilidade de Acerto | - |
| | Independência | - | + Prob. de Otimismo |
| Estrutura de Propriedade | <i>Blockholders</i> | + Acurácia | + Prob. de Pessimismo |
| | Estrangeiro | - | - Acurácia; + Prob. de Otimismo |
| | Concentração controle | + Acurácia | - |
| | Dispersão | - | - |
| Variáveis de Controle | Tamanho da empresa | + Acurácia | - |
| | Período | - Acurácia | - |
| | Desempenho | + Acurácia | + Prob. de Pessimismo |
| | Prejuízo | - | - |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

De forma resumida, são apresentados no Quadro 6 os fatores positivos e negativos dos resultados para cada mecanismo de governança em relação às projeções de EBITDA.

4.4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS TESTES DE RECEITA LÍQUIDA E EBITDA

Este sub-tópico apresenta a Tabela 14 e a Tabela 20 juntas. O objetivo é facilitar a comparação entre os resultados. Dessa forma, é apresentada a Tabela 21.

Ao verificar todos os resultados de forma conjunta, das observações de receita líquida e de EBITDA, é possível identificar a consistência das variáveis que se mostraram estatisticamente significantes. Aquelas variáveis que tinham relações positivas nas observações de receita líquida continuam com relações positivas nas observações de EBITDA, assim como as que tinham relações negativas, permaneceram com a mesma relação, com exceção do comitê de auditoria em relação ao otimismo. Isso representa que, de modo geral, uma variável significativa não é associada a apenas um tipo de projeção. Contudo, é importante perceber que algumas são só significantes para um tipo.

Outro ponto interessante a ser destacado é a ocorrência de mais associações do conselho de administração e do comitê de auditoria com as projeções de receita líquida, principalmente quando se trata da acurácia e do otimismo.

Resultado que confirma a ideia de Ajinkya, Bhojraj e Sengupta (2005), visto que estes afirmaram que o diretor externo tem incentivos para propiciar maior transparência em favor dos acionistas do que os demais diretores. E ainda corroboram com Karamanou e Vafeas (2005) e Liu e Zhuang (2011), visto que a independência do comitê de auditoria é associada com a acurácia, e esta, representa melhor qualidade das projeções. Além da isenção de interesse pessoal, a convivência com experiências externas pode contribuir para agregar nas decisões.

Desse modo, a independência se mostrou fator positivo para que as projeções tenham maior acurácia. No entanto, com a independência do comitê de auditoria é menos provável que a empresa acerte a projeção e sim que seja pessimista. O que pode ser uma resposta ao princípio da prudência.

Pode-se perceber, com os resultados apresentados na Tabela 21, que a independência apresentou maior associação e mais benefícios, ou seja, acurácia para os acionistas, do que o tamanho. O demonstra que a qualidade é melhor que a quantidade. Porém, vale ressaltar, que o equilíbrio entre o tamanho e a independência podem alcançar melhores resultados.

Tabela 21 – Comparativo entre os resultados das observações de receita líquida e de EBITDA

| | ACUR | | ERRO | | ACERT | | OTIM1 | | OTIM2 | |
|--------------------|----------|----------|-----------|---------|---------|----------|----------|-----------|------------|----------|
| | RecLiq | EBITDA | RecLiq | EBITDA | RecLiq | EBITDA | RecLiq | EBITDA | RecLiq | EBITDA |
| CAIndep | -1,49** | -1,12** | -0,88 | -0,71 | 6,53* | 0,56 | -0,03 | 1,06 | 38,75*** | 1,78 |
| LCATam | -0,02 | | 0,04 | | 0,89 | -0,53 | -1,58 | -1,45 | -7,40** | -1,78 |
| CAudExist | 4,01*** | -0,18 | 4,15*** | -0,10 | 1,03 | 1,54** | -0,26 | -2,58** | 6,95** | -1,95 |
| CAudIndep | -3,57*** | 0,44 | -4,30*** | 0,20 | -7,75** | -3,79*** | -0,75 | 3,44* | -27,81** | 1,57 |
| PercBlock | 0,11 | -0,90 | 0,48 | -1,32* | 0,66 | -2,22 | 8,27* | -4,87 | 29,48** | -8,57* |
| PercOut | 1,55*** | | 0,20 | | -4,93** | -0,38 | -3,71 | 2,45 | -36,27** | 2,61 |
| PercCont | | -0,81*** | | -0,64** | | | | | | |
| PercEstrang | | 0,88** | | 0,64** | | -4,31*** | | 4,09*** | | 1,56 |
| Lativo | -1,00*** | -0,14** | -0,95** | -0,13** | -0,40 | 0,23 | 0,80** | -0,42 | 0,14 | -0,28 |
| LHorizon | -0,06 | 0,13*** | -0,08 | 0,08** | 0,85 | -0,63 | 0,08 | 0,20 | 2,12 | 0,03 |
| ROA | -8,65*** | -1,03*** | -10,72*** | -1,40** | -1,60 | 0,97 | -33,73 | -10,62*** | -297,22*** | -12,60** |
| PrejAnt | 0,76*** | | 0,85*** | | -0,06 | -0,93 | 2,38 | 1,50 | 27,44*** | 1,52 |
| Constate | 21,09*** | 3,55** | 20,19** | 3,46** | 1,62 | -0,11 | -16,45** | 9,42* | -15,61 | 9,24 |

*, ** e *** correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Os resultados em relação ao comitê de auditoria revela que não basta apenas constituir o comitê, é preciso que este seja independente. Assim, como os resultados são opostos e que a independência diminui a probabilidade de acerto das projeções, o equilíbrio da independência com os membros que conheçam bem a empresa pode gerar melhores evidenciações de projeções.

Em relação às variáveis de estrutura de propriedade, o percentual de *blockholders* apresentou significância negativa para o erro do EBITDA, o que demonstra pessimismo para esse tipo de *guidance*. Já em relação à receita líquida, a presença de *blockholder* apresentou maior probabilidade de ocorrência de otimismo.

Na dispersão de investidores, testada apenas para as projeções de receita, observou-se que quanto mais dispersos, piores são as projeções. O que vai ao encontro a Haniffa e Cooke (2002) e Zeckhauser e Pound (1990), que apresentam que quanto maior a dispersão de capital, menores são os níveis de divulgação e que podem representar a incapacidade dos investidores de monitoramento.

A concentração de capital controlador apresentou maior adequação para as observações EBITDA. Assim, os resultados foram contrários aos da dispersão, visto que eles são associados com a maior acurácia, o que apresenta que com maior proporção no controle de poucos acionistas não necessitam de realizar projeções otimistas nem influenciar nas decisões dos demais acionistas.

Os resultados quanto aos investidores estrangeiros, apresentam menor probabilidade de acerto e maior de otimismo, o que segue os resultados de Barako, Hancock e Izan (2006), no qual apresentam influência na qualidade das evidenciações na presença de investidores estrangeiros. O otimismo pode representar propaganda para investidores estrangeiros, que por estarem separados geograficamente, não conseguem obter tantas informações.

As empresas maiores são associadas com melhor acurácia, isso pode ocorrer por terem melhor estrutura. O melhor desempenho é associado com o menor desvio, e maior probabilidade de desvio pessimista. Isso pode ocorrer devido a não necessidade de criar expectativa no investidor, pois com bons desempenhos já é o suficiente para o acionista esperar bons resultados no futuro.

Ao contrário do desempenho, a ocorrência de prejuízo anterior tende a elevar o desvio e a probabilidade de otimismo. Isso, leva a pensar na necessidade de mostrar uma perspectiva boa para o investidor. Visto que se o bom desempenho diminui o desvio e o prejuízo aumenta

o desvio, as empresas tendem a nivelar a perspectiva de seus investidores.

A ocorrência de prejuízo anterior e a dispersão de investidores leva a reflexão de Baginski, Clinton e McGuire (2014) visto que as projeções de resultados futuros podem ser realizadas com o intuito de gerenciamento de expectativas, no qual o gestor tem a intenção de convencer o acionista de uma situação diferente do retrospecto passado e apresentar resultados futuros melhores.

A data da divulgação também foi estatisticamente significativa, e os testes apresentaram que quanto mais cedo é realizada, maior é o erro a projeção de EBITDA, e que esse erro tende a ser otimista. Que pode ser comparado com os resultados de Kato, Skinner e Kunimura (2009) que relatam que os gestores começam otimistas e vão ajustando as projeções ao longo do ano. O mesmo resultado não pode ser afirmado para o *guidance* de receita líquida.

Assim, conforme os testes estatísticos realizados, é possível associar as propriedades do *guidance* de receita líquida e de EBITDA com os mecanismos de governança corporativa, visto que estes foram significantes ao nível máximo de 10%. Assim, pode-se afirmar que a independência do conselho de administração, a independência do comitê de auditoria, concentração de capital do controlador, tamanho da empresa e o bom desempenho são associados com projeções de maior acurácia, ou seja, de melhor qualidade.

5 CONCLUSÃO

O *guidance* é uma evidenciação voluntária que exhibe a expectativa dos gestores em relação ao futuro da empresa. Com isso, é uma fonte de informação para os acionistas sustentarem suas decisões. Porém, não é necessária a realização de auditoria para esta divulgação, o que cria oportunidade para os gestores realizarem de acordo com os seus critérios.

No entanto, os mecanismos de governança corporativa são apontados para mitigar os conflitos de agência gerados pelo oportunismo gerencial. O que faz acreditar que na presença das práticas de governança, as projeções tenham mais acurácia. Ou seja, que contribuam para apresentar projeções com melhor qualidade.

5.1 CONCLUSÕES

O presente estudo objetivou identificar se as propriedades das projeções de receita líquida e de EBITDA são influenciados por mecanismos de governança. Assim, buscou-se responder a seguinte questão de pesquisa: Qual o reflexo dos mecanismos de governança na evidenciação de projeções de receita líquida e de EBITDA?

O estudo foi dividido em *guidance* de receita líquida, com 54 observações em 19 empresas, e em *guidance* de EBITDA, com 81 observações em 31 empresas. Essas observações são distribuídas entre os anos de 2010 e 2014. Foram utilizados modelo de regressão em painel e modelo de regressão logístico em painel para analisar as propriedades das evidenciações em relação aos mecanismos de governança.

O primeiro objetivo específico procurou identificar a relação entre a acurácia nas projeções de receita líquida e do EBITDA com as práticas de governança. Concluiu-se que maior Independência do Conselho de Administração, empresas maiores e com melhor desempenho contribuem para aumentar a acurácia, tanto de receita líquida como de EBITDA. Já a independência do Comitê de Auditoria é associada apenas com a acurácia do *guidance* de receita líquida. E a maior concentração de capital controlador é associada com a acurácia de EBITDA.

O segundo objetivo específico consistia em avaliar a interação entre os mecanismos de governança e a probabilidade de acerto, otimismo e pessimismo das projeções de receita líquida e EBITDA. Com o resultado dos testes de regressão logística foi possível perceber que maior independência do Conselho e menor do comitê de auditoria e

menor dispersão de acionistas contribuem para o acerto do *guidance* de receita líquida. Para aumentar a probabilidade de acerto do *guidance* de EBITDA, segundo os resultados, é necessário a menor independência do comitê de auditoria e o menor percentual de investidor estrangeiro.

Para ocorrência de otimismo, estão relacionados os seguintes fatores: conselho de administração menor e mais independente, comitê de auditoria menos independente, maior percentual de *blockholders*, pior desempenho e prejuízo anterior aumentam a probabilidade de ocorrência de otimismo nas projeções de receita líquida. Já para as projeções de EBITDA, menor percentual de *blockholders*, maior percentual estrangeiro e pior desempenho aumentam probabilidade de otimismo. Já para aumentar a probabilidade de pessimismo é o inverso.

O terceiro objetivo específico era comparar as projeções de receita líquida com as projeções de EBITDA em relação aos mecanismos de governança corporativa. Dessa forma, os resultados apresentados demonstram que não há contradição nos resultados das projeções de receita líquida com as de EBITDA, pois em relação a acurácia e erro, as variáveis que foram significantes não apresentaram relações diferentes. Assim, as variáveis que apresentaram significância e a mesma relação foram: a independência do conselho de administração, tamanho da empresa e o desempenho.

O objetivo geral era identificar a influência dos mecanismos de governança nas propriedades das projeções de receita líquida e de EBITDA. A apresentação dos resultados dos modelos estatísticos e as respostas dos três objetivos específicos apresentados foram possíveis identificar as influências que os mecanismos de governança apresentaram nas propriedades das projeções, vistos que os resultados apresentaram significância estatística no mínimo ao nível de 10%.

Destaca-se a influência da independência do conselho de administração e do comitê de auditoria, o tamanho da empresa e o melhor desempenho como fatores que contribuem para que o *guidance* de receita líquida e de EBITDA tenham maior acurácia.

Com estes resultados, acredita-se que esta pesquisa contribuiu para a literatura de governança corporativa, ao verificar a sua eficácia na acurácia das projeções e para a literatura de *guidance*, visto que é pouco tratado na literatura brasileira. Como também pode auxiliar os usuários da informação, ao analisar a acurácia, o otimismo e o pessimismo das projeções.

Esta pesquisa avança em relação aos estudos anteriores no sentido de reunir os mecanismos de governança corporativa, anteriormente tratados em separado, em uma só pesquisa. E ainda,

segregar em indicadores de projeções de resultados futuros, que no caso foram as projeções de receita líquida e de EBITDA.

5.2 RECOMENDAÇÕES

Para pesquisas futuras, sugere-se utilizar outros indicadores que sejam projetados pelos gestores, comparar as projeções gerenciais com as projeções de analistas, verificar outros fatores explicativos que possam influenciar nas projeções e testar outros indicadores discricionários em relação aos mecanismos de governança.

REFERENCIAS

- ABDEL-KHALIK, A. Rashad. Reforming corporate governance post Enron: Shareholders' Board of Trustees and the auditor. **Journal of Accounting and Public**, n. 21, p.97-103, 2002.
- AHMAD-ZALUKI, Nurwati A.; WAN-HUSSIN, Wan Nordin. Corporate governance and earnings forecasts accuracy. **Asian Review of Accounting**, v. 18, n. 1, p.50-67, 2010.
- 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, 2005.
- ALI, Ashiq; CHEN, Tai-yuan; RADHAKRISHNAN, Suresh. Corporate disclosures by family firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, n. 1-2, p.238-286, 2007. DOI: 10.1016/j.jacceco.2007.01.006.
- AL-NAJJAR, Basil; ABED, Suzan. The association between disclosure of forward-looking information and corporate governance mechanisms. **Managerial Auditing Journal**, v. 29, n. 7, p.578-595, 2014. DOI: 10.1108/maj-01-2014-0986.
- ANDRADE, Eduardo B.; ODEAN, Terrance; LIN, Shengle. Bubbling with Excitement: An Experiment. 2012. Disponível em: <<http://stanford.edu/~knutson/bad/andrade12.pdf>>. Acesso em: 11 de jun. 2015.
- BAGINSKI, Stephen P.; CLINTON, Sarah B.; MCGUIRE, Sean T.. Forward-Looking Voluntary Disclosure in Proxy Contests. **Contemporary Accounting Research**, v. 31, n. 4, p.1008-1046, 2014. DOI: 10.1111/1911-3846.12057.
- BAIK, Bok; JIANG, Guohua. The use of management forecasts to dampen analysts' expectations. **Journal of Accounting and Public Policy**, [s.l.], v. 25, n. 5, p.531-553, 2006. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.07.006>.
- BALL, Ray; JAYARAMAN, Sudarshan; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Audited financial reporting and voluntary disclosure as

complements: A test of the Confirmation Hypothesis. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 53, n. 1-2, p.136-166, 2012. DOI: 10.1016/j.jacceco.2011.11.005.

BARAKO, Dulacha G.; HANCOCK, Phil; IZAN, H. Y.. Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. **Corporate Governance**, v. 14, n. 2, p.107-125, 2006.

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, 2004.

BEEKES, Wendy; BROWN, Philip. Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 3-4, p.422-450, 2006. DOI: 10.1111/j.1468-5957.2006.00614.x.

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. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40687877?seq=7#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 02 maio 2014.

BRASIL. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Técnico 26: Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Disponível em: < www.cpc.gov.br>. Acesso em: 10 jun. 2015.

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Sociedades por Ações**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 10 jul. 2015..

BROCKMAN, Paul; KHURANA, Inder K.; MARTIN, Xiumin. Voluntary disclosures around share repurchases. **Journal of Financial Economics**, n. 89, p.175-191, 2008.

CAMERON, Adrian Colin; TRIVEDI, Pravin K.. **Microeconometrics Using Stata**. Texas: Stata Press, 2009. 732 p.

CHAN, Howard et al. Exploring the Moderating Role of Growth Options on the Relation between Board Characteristics and Management Earnings Forecasts. **Corporate Governance: an International Review**, v. 4, n. 21, p.314-333, 2013.

CHENG, Qiang; LUO, Ting; YUE, Heng. Managerial Incentives and Management Forecast Precision. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 88, n. 5, p.1575-1602, 2013. <http://dx.doi.org/10.2308/accr-50506>.

COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO (CODIM). Pronunciamento nº 04, de 17 de abril de 2008. 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. **Pronunciamento de Orientação Nº 04, de 17 de Abril de 2008**. Disponível em:

<http://www.codim.org.br/downloads/Pronunciamento_Orientacao_04.pdf>. Acesso em: 02 maio 2014.

DELOITTE. **Guia prático para os Comitês de Auditoria das empresas brasileiras: Da visão à operação**. 2014. Disponível em: <<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/risk/Guia-Governanca-Corporativa.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2015.

DENIS, David J.; SERRANO, Jan M.. Active investors and management turnover following unsuccessful control contests. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 40, n. 2, p.239-266, 1996. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x\(95\)00846-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x(95)00846-7).

DYE, Ronald A.. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p.123-145, 1985.

DYE, Ronald A.. Proprietary and Nonproprietary Disclosures. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p.331-366, 1986.

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.

FAMA, Eugene F.. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p.288-307, 1980.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C.. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p.301-325, 1983.

FÁVERO, Luiz Paulo L. et al. **Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Campus, 2009. 544 p.

FÁVERO, Luiz Paulo L. et al. **Métodos quantitativos com STATA: procedimentos, rotinas e análise de resultados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. 248 p.

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

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5**. AMGH Editora, 2011. 924 p.

HANIFFA, Ros; COOKE, Terry. Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. **ABACUS**, v. 38, n. 3, p.317-349, 2002.

HEALY, Paul M.; HUTTON, Amy P.; PALEPU, Krishna G.. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. **Contemporary Accounting Research**. v. 16, n. 3, p.485-520, 1999.

HILBE, Joseph Michael. **Logistic regression models**. Boca Raton: Chapman & Hall/CRC, 2009. 658 p.

HO, Li-chin Jennifer; LIU, Chao-shin; WANG, Xu Frank. To what extent does the audit committee curb downward earnings forecast guidance? **Review of Accounting and Finance**, v. 13, n. 2, p.110-133, 2014. DOI: 10.1108/raf-03-2013-0040.

HO, Simon S.m.; WONG, Kar Shun. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 10, n. 1, p.139-156, 2001.

HUANG, Hsu-Huei et al. Is Corporate Governance Related to the Conservatism in Management Earnings Forecasts? **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 48, n. 2, p.105-121, 2012. DOI: 10.2753/ree1540-496x48s206.

IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em 03 set. 2014.

JENSEN, Michael C.. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p.831-880, 1993.

JENSEN, Michael C.. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 22, n. 1, p.43-58, 2010.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4 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, 2005.

KATO, Kazuo; SKINNER, Douglas J.; KUNIMURA, Michio. Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated. **The Accounting Review**, v. 84, n. 5, p.1575-1606, 2009.

KELTON, Andrea S.; YANG, Ya-wen. The impact of corporate governance on Internet financial reporting. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, n. 1, p.62-87, 2008.

KLEIN, April. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 1, p.375-400, 2002.

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.

MACE, Myles La Grange. **Directors: myth and reality**. Boston: Harvard Business School Press, 1986. 213 p.

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

MARQUES, LD. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura**. Porto, Portugal: Faculdade de Economia do Porto, 2000. 82 p. CEMPRE Working Paper. Disponível em: <<http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp100.pdf>> Acesso em: 02 jun. 2015.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. Relying on the information of interested parties. **Rand Journal of Economics**, v. 17, n. 1, p.18-32, 1986.

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

O'SULLIVAN, Madonna; PERCY, Majella; STEWART, Jenny. Australian evidence on corporate governance attributes and their association with forward-looking information in the annual report. **J Manage Governance**, v. 12, n. 1, p.5-35, 2007. DOI: 10.1007/s10997-007-9039-0.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Rac - Eletrônica**, v. 1, n. 1, p.119-135, 2007.

QU, Wen et al. Corporate governance and quality of forward-looking information: evidence from the Chinese stock market. **Asian Review of Accounting**, v. 23, n. 1, p.1-31, 2015.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. 397 p.

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

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

WANG, Mingzhu; HUSSAINEY, Khaled. Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. **Journal of Accounting And Public Policy**, v. 32, n. 3, p.26-49, 2013. DOI: 10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.009.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 1, p.185-211, 1996.

ZECKHAUSER, Richard J.; POUND, John. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance. In: HUBBARD, Robert Glenn (Ed.). **Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment**. National Bureau of Economic Research, 1990. Cap. 6. p. 149-180.

APÊNDICES

Apêndice A – Correlação de Pearson para variáveis das projeções de Receita Líquida

| | ACUR | ERRO | ACERT | OTIM1 | OTIM2 | CA Indep | LCA Tam | CAud Exist | CAud Indep |
|------------------|---------------|---------------|----------------|---------|---------|---------------|---------------|---------------|------------|
| ACUR | 1 | | | | | | | | |
| ERRO | 0.9791 *** | 1 | | | | | | | |
| ACERT | -0.1814 | -0.1138 | 1 | | | | | | |
| OTIM1 | 0.2877 ** | 0.3686 *** | -0.4537 *** | 1 | | | | | |
| OTIM2 | 0.2344 | 0.3581 ** | . | 1 | 1 | | | | |
| CAIndep | 0.0205 | 0.0260 | 0.1872 | -0.0985 | -0.0192 | 1 | | | |
| LCATam | 0.0917 | 0.0731 | 0.0557 | -0.1022 | -0.1077 | 0.5188 *** | 1 | | |
| CAudExist | 0.2094 | 0.1921 | 0.0032 | -0.1178 | -0.1517 | 0.6291 *** | 0.4524 *** | 1 | |
| CAudIndep | 0.1513 | 0.0993 | -0.1249 | -0.1067 | -0.1988 | 0.5021 *** | 0.2876 ** | 0.6377 *** | 1 |
| PercBlock | -0.1678 | -0.1765 | -0.0929 | 0.0786 | 0.0487 | 0.1188 | -0.0424 | -0.0194 | 0.1009 |
| PercOut | 0.0141 | -0.0474 | -0.0192 | -0.0976 | -0.1351 | 0.3795 | 0.4614 | 0.3156 | -0.0117 |
| Lativo | 0.2508 | 0.2488 | -0.0065 | 0.1254 | 0.1806 | 0.2618 | 0.6010 | 0.3858 | 0.0189 |
| LHorizon | -0.0391 | -0.0140 | 0.1441 | 0.0806 | 0.1734 | 0.0625 | 0.0039 | -0.0180 | -0.2161 |
| ROA | -0.1036 | -0.1507 | -0.0176 | -0.3454 | -0.4839 | -0.0221 | -0.0054 | 0.0086 | -0.0212 |
| PrejAnt | 0.0803 | 0.0506 | -0.0233 | -0.0465 | -0.0756 | -0.0946 | -0.0619 | -0.1136 | -0.1186 |

Continuação

| | Perc Block | Perc Out | Lativo | LHorizon | ROA | Prej Ant |
|------------------|-------------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|
| PercBlock | 1 | | | | | |
| PercOut | 0.2890 ** | 1 | | | | |
| Lativo | -0.0966 | 0.3387 ** | 1 | | | |
| LHorizon | 0.0518 | 0.1065 | 0.0904 | 1 | | |
| ROA | 0.1297 | -0.0153 | 0.0386 | 0.0495 | 1 | |
| PrejAnt | 0.0081 | -0.0622 | 0.1110 | 0.3559 *** | 0.6371 *** | 1 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice B – Correlação de Pearson para variáveis das projeções de EBITDA

| | ACUR | ERRO | ACERT | OTIM1 | OTIM2 | CAIndep | LCATam | CAudExist | CAudIndep |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|------------------|------------------|
| ACUR | 1 | | | | | | | | |
| ERRO | 0.8701*** | 1 | | | | | | | |
| ACERT | -0.3939*** | -0.1538 | 1 | | | | | | |
| OTIM1 | 0.4446*** | 0.5877*** | -0.5261*** | 1 | | | | | |
| OTIM2 | 0.3126** | 0.6015*** | -0.1387 | 1*** | 1 | | | | |
| CAIndep | -0.0180 | 0.0165 | -0.1771 | 0.2493** | 0.2137 | 1 | | | |
| LCATam | -0.0724 | -0.1094 | 0.0248 | -0.2353** | -0.3161** | -0.3423*** | 1 | | |
| CAudExist | 0.0615 | 0.0877 | 0.1848* | -0.0972 | 0.0145 | 0.0227 | -0.0013 | 1 | |
| CAudIndep | 0.1637 | 0.1403 | -0.1314 | 0.1491 | 0.1150 | 0.3806*** | -0.1163 | 0.5676*** | 1 |
| PercBlock | 0.1196 | 0.0221 | -0.2116* | 0.0419 | -0.1356 | 0.2438** | -0.0500 | -0.2496** | -0.1472 |
| PercEstrang | 0.1461 | 0.0857 | -0.2635** | 0.2122* | 0.0924 | 0.0738 | 0.0549 | -0.1940* | -0.1655 |
| PercOut | 0.1456 | 0.0896 | -0.1439 | 0.2155* | 0.1695 | 0.6223*** | -0.2487** | 0.1590 | 0.4082*** |
| PercCont | -0.2743** | -0.1917* | 0.1454 | -0.1821 | -0.1263 | -0.5997*** | 0.2086* | -0.1805 | -0.3161*** |
| Lativo | -0.2123* | -0.1774 | 0.1191 | -0.1340 | -0.0754 | -0.3876*** | 0.4840*** | -0.0005 | -0.2181* |
| LHorizon | 0.0463 | 0.0065 | -0.0693 | -0.0011 | -0.0177 | 0.0094 | -0.0197 | -0.1073 | -0.2101* |
| ROA | -0.3049*** | -0.3409*** | 0.0186 | -0.2682** | -0.3692*** | 0.0387 | 0.0602 | -0.1279 | -0.1105 |
| PrejAnt | -0.0654 | -0.0492 | -0.1327 | 0.0308 | -0.0724 | -0.1161 | 0.0564 | -0.0907 | -0.1704 |

Continua.

Continuação

| | PercBlock | PercEstrang | PercOut | PercCont | Lativo | LHorizon | ROA | PrejAnt |
|--------------------|------------------|--------------------|----------------|-----------------|---------------|-----------------|------------|----------------|
| PercBlock | 1 | | | | | | | |
| PercEstrang | 0.1834 | 1 | | | | | | |
| PercOut | 0.2775** | -0.0610 | 1 | | | | | |
| PercCont | -0.5185*** | 0.0718 | -0.8287*** | 1 | | | | |
| Lativo | -0.1720 | 0.1002 | -0.1736 | 0.3216*** | 1 | | | |
| LHorizon | 0.0114 | -0.0891 | 0.0413 | -0.0358 | 0.1123 | 1 | | |
| ROA | -0.1198 | -0.0652 | 0.0164 | 0.0630 | -0.1203 | 0.0538 | 1 | |
| PrejAnt | 0.1388 | 0.0718 | 0.0210 | 0.0003 | 0.1347 | 0.2252** | 0.2955*** | 1 |

*, ** e ***correspondem a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice C – Classificação correta ACERT – Receita Líquida

Logistic model for ACERT

| Classified | True | | Total |
|------------|------|----|-------|
| | D | ~D | |
| + | 3 | 3 | 6 |
| - | 11 | 37 | 48 |
| Total | 14 | 40 | 54 |

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$ True D defined as ACERT $\neq 0$

| | | |
|-------------------------------|-----------------------|--------|
| Sensitivity | $\text{Pr}(+ D)$ | 21.43% |
| Specificity | $\text{Pr}(- \sim D)$ | 92.50% |
| Positive predictive value | $\text{Pr}(D +)$ | 50.00% |
| Negative predictive value | $\text{Pr}(\sim D -)$ | 77.08% |
| False + rate for true ~D | $\text{Pr}(+ \sim D)$ | 7.50% |
| False - rate for true D | $\text{Pr}(- D)$ | 78.57% |
| False + rate for classified + | $\text{Pr}(\sim D +)$ | 50.00% |
| False - rate for classified - | $\text{Pr}(D -)$ | 22.92% |
| Correctly classified | | 74.07% |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice D – Classificação correta OTIM1 – Receita Líquida
 Logistic model for OTIM1

| Classified | True | | Total |
|------------|------|----|-------|
| | D | ~D | |
| + | 12 | 4 | 16 |
| - | 8 | 30 | 38 |
| Total | 20 | 34 | 54 |

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$

True D defined as OTIM1 != 0

| | | |
|-------------------------------|-----------------------|--------|
| Sensitivity | $\text{Pr}(+ D)$ | 60.00% |
| Specificity | $\text{Pr}(- \sim D)$ | 88.24% |
| Positive predictive value | $\text{Pr}(D +)$ | 75.00% |
| Negative predictive value | $\text{Pr}(\sim D -)$ | 78.95% |
| False + rate for true ~D | $\text{Pr}(+ \sim D)$ | 11.76% |
| False - rate for true D | $\text{Pr}(- D)$ | 40.00% |
| False + rate for classified + | $\text{Pr}(\sim D +)$ | 25.00% |
| False - rate for classified - | $\text{Pr}(D -)$ | 21.05% |
| Correctly classified | | 77.78% |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice E – Classificação correta OTIM2 – Receita Líquida

Logistic model for OTIM2

| Classified | True | | Total |
|------------|------|----|-------|
| | D | ~D | |
| + | 19 | 2 | 21 |
| - | 1 | 18 | 19 |
| Total | 20 | 20 | 40 |

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$

True D defined as OTIM2 != 0

| | | |
|-------------------------------|-----------------------|--------|
| Sensitivity | $\text{Pr}(+ D)$ | 95.00% |
| Specificity | $\text{Pr}(- \sim D)$ | 90.00% |
| Positive predictive value | $\text{Pr}(D +)$ | 90.48% |
| Negative predictive value | $\text{Pr}(\sim D -)$ | 94.74% |
| False + rate for true ~D | $\text{Pr}(+ \sim D)$ | 10.00% |
| False - rate for true D | $\text{Pr}(- D)$ | 5.00% |
| False + rate for classified + | $\text{Pr}(\sim D +)$ | 9.52% |
| False - rate for classified - | $\text{Pr}(D -)$ | 5.26% |
| Correctly classified | | 92.50% |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice F – Classificação correta ACERT – EBITDA
 Logistic model for ACERT

| Classified | True | | Total |
|------------|------|----|-------|
| | D | ~D | |
| + | 15 | 8 | 23 |
| - | 16 | 42 | 58 |
| Total | 31 | 50 | 81 |

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$

True D defined as ACERT != 0

| | | |
|-------------------------------|-----------------|--------|
| Sensitivity | $\Pr(+ D)$ | 48.39% |
| Specificity | $\Pr(- \sim D)$ | 84.00% |
| Positive predictive value | $\Pr(D +)$ | 65.22% |
| Negative predictive value | $\Pr(\sim D -)$ | 72.41% |
| False + rate for true ~D | $\Pr(+ \sim D)$ | 16.00% |
| False - rate for true D | $\Pr(- D)$ | 51.61% |
| False + rate for classified + | $\Pr(\sim D +)$ | 34.78% |
| False - rate for classified - | $\Pr(D -)$ | 27.59% |
| Correctly classified | | 70.37% |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice G – Classificação correta OTIM1 - EBITDA
 Logistic model for OTIM1

| Classified | True | | Total |
|------------|------|----|-------|
| | D | ~D | |
| + | 13 | 7 | 20 |
| - | 12 | 49 | 61 |
| Total | 25 | 56 | 81 |

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$

True D defined as OTIM1 != 0

| | | |
|-------------------------------|-----------------|--------|
| Sensitivity | $\Pr(+ D)$ | 52.00% |
| Specificity | $\Pr(- \sim D)$ | 87.50% |
| Positive predictive value | $\Pr(D +)$ | 65.00% |
| Negative predictive value | $\Pr(\sim D -)$ | 80.33% |
| False + rate for true ~D | $\Pr(+ \sim D)$ | 12.50% |
| False - rate for true D | $\Pr(- D)$ | 48.00% |
| False + rate for classified + | $\Pr(\sim D +)$ | 35.00% |
| False - rate for classified - | $\Pr(D -)$ | 19.67% |
| Correctly classified | | 76.54% |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Apêndice H – Classificação correta OTIM2 – EBITDA
 Logistic model for OTIM2

| Classified | True | | Total |
|------------|------|----|-------|
| | D | ~D | |
| + | 20 | 6 | 26 |
| - | 5 | 20 | 25 |
| Total | 25 | 26 | 51 |

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$

True D defined as OTIM2 != 0

| | | |
|-------------------------------|-----------------|--------|
| Sensitivity | $\Pr(+ D)$ | 80.00% |
| Specificity | $\Pr(- \sim D)$ | 76.92% |
| Positive predictive value | $\Pr(D +)$ | 76.92% |
| Negative predictive value | $\Pr(\sim D -)$ | 80.00% |
| False + rate for true ~D | $\Pr(+ \sim D)$ | 23.08% |
| False - rate for true D | $\Pr(- D)$ | 20.00% |
| False + rate for classified + | $\Pr(\sim D +)$ | 23.08% |
| False - rate for classified - | $\Pr(D -)$ | 20.00% |
| Correctly classified | | 78.43% |

Fonte: Dados da pesquisa (2016).