



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE
COORDENAÇÃO DO CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RUTH OLIVEIRA TARGINO

EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE GUIDANCE NAS
COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

FORTALEZA

2013

RUTH OLIVEIRA TARGINO

**EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE GUIDANCE NAS COMPANHIAS
LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Artigo apresentado ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Contabilidade.

Orientadora: Profa. Dra. Vera Ponte

**FORTALEZA
2013**

RUTH OLIVEIRA TARGINO

**EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE GUIDANCE NAS COMPANHIAS
LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Artigo apresentado ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Ceará como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Contabilidade.

Orientadora: Profa. Dra. Vera Ponte

Aprovada em 16/07/2013

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Márcia Martins Mendes De Luca
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Jeanne Marguerite Molina Moreira
Universidade Federal do Ceará (UFC)

“Se algum de vocês tem falta de sabedoria, peça-a a Deus, que a todos dá livremente, de boa vontade; e lhe será concedida.”

(Bíblia Sagrada, Tiago 1:5)

SUMÁRIO

RESUMO.....	05
1. INTRODUÇÃO	05
2. REFERENCIAL TEÓRICO	07
3. METODOLOGIA.....	12
4. RESULTADOS	15
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	18
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	19

EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE GUIDANCE NAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Ruth Oliveira Targino

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar o grau de evidenciação de informações sobre Guidance das empresas do setor de construção e transporte listadas na BM&FBovespa. Guidance é a abreviação de earnings guidance, o qual pode ser compreendido como qualquer informação, qualitativa ou quantitativa, sobre a expectativa de desempenho futuro de uma companhia. A análise requereu a coleta de dados divulgados no Formulário de Referência de cada uma das empresas da amostra, relativo ao exercício de 2011. Ao todo, são 65 empresas que atuam com construção e/ou transporte, visto ser esse o setor em que a prática é mais comum. Portanto, após serem identificadas as companhias que divulgam suas perspectivas de desempenho futuro, calculou-se o Índice de Divulgação de Guidance (IDG), a partir da seleção de 22 itens, abrangendo aspectos formais e indicadores econômico-financeiros, operacionais e de investimento. Os resultados demonstraram que a divulgação é mais comum em seus aspectos formais, e que a maioria dos indicadores divulgados abrange o volume geral de vendas, a margem Ebitda, a margem bruta e a margem líquida. As análises possibilitaram, ainda, a constatação de que as empresas do setor de construção e transporte com maiores graus de evidenciação de guidance encontram-se no mais alto nível de governança corporativa – Novo Mercado.

Palavras-chave: Guidance. Governança corporativa. Evidenciação.

1 INTRODUÇÃO

O processo de globalização e o desenvolvimento do mercado de capitais ajudaram as empresas a se conscientizar da importância de um bom relacionamento com seus acionistas, para conseguir captar recursos, através da política de transparência das informações contábeis, e até mesmo da gestão empresarial. No Brasil, a divulgação financeira recebeu maior impulso da Lei das Sociedades por Ações, ou Lei das S.A. (Lei n. 6.404/1976) e suas posteriores alterações (Leis n. 11.638/2008 e n. 11.941/2009), que passaram a exigir uma série de dados sobre as companhias no que tange a suas formas de atuação e gestão (BRASIL, 1976). Outro importante avanço do mercado de capitais brasileiro ocorreu em 2010, quando a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros estabeleceu os segmentos especiais de listagem denominados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, compreendendo o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado, desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que viesse a estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Portanto, as exigências em relação à transparência se acentuaram a partir da inserção de práticas de governança corporativa no relacionamento da empresa com acionistas e demais *stakeholders* (YAMAMOTO, 2008).

Os níveis diferenciados de governança corporativa vão além das obrigações das companhias perante a Lei das S.A., e ajudam a melhorar a avaliação das empresas que fazem adesão a qualquer dos três citados segmentos de listagem. Assim, reduzem os riscos dos investimentos feitos na compra das ações negociadas na BM&FBovespa, devido aos direitos e garantias assegurados aos acionistas e à disponibilização de informações mais completas sobre as empresas listadas.

O aumento da demanda por mais transparência, por parte dos potenciais investidores e acionistas, trouxe para as sociedades com ações negociadas em bolsa a oportunidade de utilizar informações do seu planejamento, na forma de prognósticos, para direcionar as decisões dos investidores que não participam das respectivas gestões, nem têm acesso às perspectivas de resultados futuros de suas administrações (ALMEIDA; FIGUEIREDO JÚNIOR, 2011).

Na opinião de Macedo Neto *et al.* (2012), cresce o número de empresas brasileiras que, mesmo sem a obrigatoriedade legal, apresentam publicações sobre perspectivas de resultados, como forma de manter e atrair acionistas, dando origem à prática da publicação de *guidance* – palavra de origem inglesa, utilizada em referência à divulgação de resultados futuros. O *guidance*, portanto, originou-se do instrumento de orçamento, que anteriormente destinava-se tão-somente a uso interno, pelos gestores. É um relatório voluntário, que informa aos usuários externos as projeções periódicas, trimestrais e/ou anuais, geralmente das empresas de capital aberto e com ações negociadas em bolsa (MAHONEY, 2008).

Ao publicar suas projeções de resultados futuros, a empresa espera que, por meio da sua aplicação, obterá a redução da volatilidade nos preços das ações e o aumento de sua própria valorização patrimonial. Entretanto, a publicação de *guidance*, juntamente com seus benefícios, traz os riscos e custos inerentes ao processo de geração das informações para posterior publicação no mercado. A propósito das vantagens e das desvantagens da divulgação das expectativas de desempenho financeiro, muitas companhias se questionam quanto à oportunidade de fazer projeções e como fazê-las, para sua adequada utilização, caso optem por adotar a prática. Para Anhalt (2007), o mais sensato é que não há o método correto ou a “fórmula mágica”, pois cada companhia deverá buscar a opção que melhor combina com sua situação, seu setor e quadro macroeconômico, de forma que permita extrair benefícios do *guidance*.

Cabe ressaltar que poucas regulamentações direcionam as empresas a divulgar tais informações em atendimento à necessidade de seus usuários, como também com o objetivo de harmonizar as informações de expectativas futuras. Contudo, o Pronunciamento de Orientação n. 04/2008, do Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM, 2008), é uma iniciativa, específica sobre o assunto, dos órgãos reguladores no Brasil, para orientar e auxiliar as empresas a apresentar suas perspectivas de resultados. Posteriormente, com o objetivo de padronizar a divulgação das informações, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2009), por meio da Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009, cujo artigo 20 descreve os requisitos mínimos para a publicação de *guidance*.

Dessa forma, as pesquisas relativas à evidenciação de informações sobre *guidance* são raras tanto no âmbito internacional, como no Brasil, haja vista ser prática recente, e também porque entre os pesquisadores há divergências quanto aos benefícios, riscos e fatores que influenciam as companhias a publicar suas perspectivas futuras. Dentre os estudos estrangeiros, destacam-se os de Anhalt (2007, 2008) e Mahoney (2008). Portanto, o presente estudo visa provocar novas discussões sobre o tema, dada a crescente demanda dos investidores do mercado de capitais por informações sobre projeções das empresas e explorar o grau de evidenciação de *guidance* como instrumento de transparência nas companhias que aderem às boas práticas de governança corporativa. Para isso, realizou-se uma pesquisa exploratória, de natureza quantiquantitativa, nas empresas do setor de construção e transporte listadas na BM&FBovespa. Foram analisados os dados obtidos a partir do Formulário de Referência do exercício social de 2011, com projeções para 2012 e anos subsequentes.

Considerando-se os aspectos abordados, o presente estudo se propõe a responder à seguinte questão de pesquisa: Quais os graus de evidenciação de informações sobre *guidance* das empresas do setor de construção e transporte listadas na BM&FBovespa?

Portanto, esta pesquisa tem por objetivo geral levantar os graus de evidenciação de informações sobre *guidance* das empresas do setor de construção e transporte listadas na BM&FBovespa. Adicionalmente, investiga-se se existe diferença significativa entre os graus das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa e das companhias do mercado tradicional. Nesse sentido, foram definidos os seguintes objetivos específicos: (i) identificar as companhias listadas na BM&FBovespa que publicam *guidance*, (ii) categorizar as informações de *guidance* publicadas e (iii) identificar os níveis de governança corporativa das empresas que divulgam *guidance*.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A divulgação de informações financeiras no Brasil experimentou grande impulso após o início de vigência da Lei das S.A. e suas alterações (Leis n. 11.638/2008 e n. 11.941/2009). A partir de então, passou a ser exigido um conjunto de informações, com conteúdo e forma definidos, que propiciassem maior transparência às operações das companhias na sua forma de atuação (YAMAMOTO, 2008). Enquanto isso, a governança corporativa, no Brasil, evoluiu juntamente com o capitalismo, realçando as relações entre empresas e sociedade. O desenvolvimento das organizações exigiu maior captação de recursos e modernização da gestão empresarial, visando aumentar sua atratividade no mercado (CARDOSO, 2010).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010, p. 19) conceitua governança corporativa como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”. Enquanto isso, a CVM (2002, p. 2) entende governança corporativa como sendo:

... o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Portanto, pode-se afirmar que governança corporativa consiste na aplicação, dentro da companhia, de práticas resultantes do relacionamento entre acionistas, auditores independentes, diretores e membros do conselho fiscal e do conselho de administração, com o objetivo de otimizar o desempenho e a participação de todos que, direta e indiretamente, estejam ligados na gestão empresarial (OLIVEIRA *et al.*, 2004).

Um importante avanço do mercado de capitais brasileiro ocorreu em dezembro de 2000, quando a BM&FBovespa criou os segmentos especiais de listagem denominados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, de forma a diferenciar as companhias por meio de classificação de acordo com critérios específicos (YAMAMOTO, 2008). A iniciativa dá maior destaque e eleva o potencial de valorização dos ativos das empresas que se esforçam para melhorar sua relação com os investidores. A adesão às práticas de governança corporativa distingue as companhias nos segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, de acordo com os respectivos graus de compromisso assumidos. Portanto, as empresas que adotam quaisquer dos três níveis diferenciados têm maior destaque na melhoria do relacionamento com os investidores e, dessa forma, elevam o potencial de valorização de seus ativos (OLIVEIRA *et al.*, 2004).

Além disso, em julho de 2010 o IBGC divulgou a quarta edição do Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa, visando orientar as empresas a se adequar às mudanças ocorridas no ambiente empresarial, legislativo e normativo, e mantendo-se atualizado com as tendências internacionais.

Aplicável a qualquer tipo de organização, o Código do IBGC norteia-se por quatro princípios básicos, a saber: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. O princípio da **transparência** orienta que sejam divulgadas não apenas as informações impostas por disposições legais, como também, que elas não devem restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas contemplar também os demais fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor. A **equidade** resulta do tratamento justo e igualitário dos sócios e demais *stakeholders*, não se admitindo atitudes ou políticas discriminatórias. Quanto ao **accountability**, relata que os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, responsabilizando-se pelas consequências de seus atos e omissões. O princípio da **responsabilidade corporativa** considera que os membros de conselho e executivos devem zelar pela sustentabilidade da companhia, com visão de longo prazo, incluindo considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Acerca da transparência, o Código do IBGC (2010, p. 54) faz a seguinte recomendação:

O diretor-presidente deve garantir que sejam prestadas aos *stakeholders* as informações de seu interesse, além das que são obrigatórias por lei ou regulamento, tão logo estejam disponíveis. Ele deve assegurar que essa comunicação seja feita com clareza e prevalecendo a substância sobre a forma. A Diretoria deve buscar uma linguagem acessível ao público-alvo em questão.

Segundo Yamamoto e Malacrida (2006), o mercado de capitais exige mais transparência e qualidade das informações, objetivando a eficiência. Ao aderir às boas práticas de governança corporativa, a empresa reduz os gastos de transações, resultando no aumento da liquidez das ações e na redução da estimativa do risco ou da incerteza na distribuição dos retornos.

Portanto, na busca de mais transparência para os investidores e outros usuários das informações, as empresas passaram a publicar não somente informações relativas ao passado e/ou à posição atual, mas, também, projeções de resultados futuros, prática que ficou conhecida como *guidance*. A tradução literal mais próxima para a palavra inglesa *guidance* seria “orientação”. Nos mercados financeiros e de capitais dos Estados Unidos, a palavra *guidance* é uma abreviação para a expressão *earnings guidance*, que consiste em orientação sobre o resultado financeiro, sendo divulgado através do indicador *earnings per share*, ou seja, lucro por ação (VERGILI, 2008).

De acordo com o Codim, por meio do Pronunciamento de Orientação n. 04/2008, que dispõe acerca das melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da empresa, *guidance* pode ser compreendido como “qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa ou qualitativa, fornecida pela companhia, sobre seu desempenho futuro”.

Mahoney (2008) considera *guidance* uma previsão de determinados resultados financeiros fornecidos pelas empresas, podendo incluir projeções de receitas, fluxo de caixa, margens de lucro e expectativas envolvendo dispêndios de capital e outros determinantes de valor para as companhias. Na mesma direção, Belarmino (2008) afirma que *guidance* é o termo utilizado internacionalmente para a divulgação de expectativas financeiras.

A prática de divulgação de *guidance* surgiu nos Estados Unidos, no final da década de 1970 e início dos anos 1980. Entretanto, eram raras as empresas que divulgavam suas projeções de resultados futuros. A publicação de expectativas de desempenho financeiro veio a se tornar comum nos anos 1999 e 2000 (MAHONEY, 2008).

A divulgação de projeções de resultados futuros surgiu a partir de reuniões com analistas e principais acionistas institucionais de diversas organizações, em Nova York. As

reuniões aconteciam logo após a divulgação trimestral dos resultados financeiros, tornando-se um importante evento de relações com investidores. Posteriormente, com o avanço da tecnologia, as reuniões passaram a ser realizadas por meio de teleconferências e, eventualmente, via *internet*. Inicialmente, o *guidance* era fornecido apenas por empresas pequenas ou menos conhecidas, que intencionavam atrair alguma cobertura na mídia. Lentamente, a divulgação de resultados financeiros foi se expandindo na comunicação das empresas com seus *stakeholders* (MAHONEY, 2008).

Anilowski, Feng e Skinner (2006) realizaram um estudo acerca do efeito da difusão do *guidance*, avaliando se o conjunto dos prognósticos de resultados individuais das empresas afeta o retorno do mercado como um todo. Apesar de terem encontrado uma correlação positiva entre os resultados prognosticados pelo *earnings guidance* e os índices de mercado nos Estados Unidos, os autores se eximiram de apontar qualquer relação de causalidade.

Segundo Cabral (2007), no Brasil a publicação de expectativas de desempenho financeiro teve início em outubro de 2000, por meio da *Regulation Fair Disclosure*, da *Securities and Exchange Commission* (SEC), que definiu a obrigatoriedade de se divulgar informações iguais para todos os investidores. Na opinião de Anhalt (2007), o direcionamento objetiva principalmente assegurar a transparência e atender à necessidade de alinhar projeções no processo que envolve os números da empresa e as demandas de analistas e investidores institucionais e individuais.

Segundo Almeida e Figueiredo Júnior (2011, p. 5), “os principais usuários desse tipo de relatório são investidores atuais e potenciais da empresa, que utilizam as informações para avaliar o desempenho registrado em relação ao projetado, assim como para decidir sobre eventuais transações com as ações da empresa”. Entretanto, a prática do *guidance* ainda se encontra em processo de aprimoramento, sendo considerada, por muitos empresários brasileiros, um largo passo rumo ao aumento da transparência, indo além das fronteiras econômicas e financeiras, chegando até à questão da sustentabilidade (BELARMINO, 2008). Gonzalez (2007) corrobora isso, recomendando a publicação de todos os dados, ou seja, não somente os econômico-financeiros e de mercado, como também os socioambientais, formando as diretrizes de sustentabilidade que afetam o negócio da empresa.

Com o objetivo de contribuir para a adoção de boas relações com investidores e das melhores práticas de governança corporativa, em 17 de abril de 2008 o Codim aprovou o Pronunciamento de Orientação n. 04, que dispõe sobre melhores práticas de divulgação de informações acerca do desempenho futuro da companhia, tendo em vista a necessidade de padronização nas divulgações.

Nesse sentido, a Instrução CVM n. 480, de 17/12/2009, disciplina o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Seu artigo 20 estabelece que a divulgação das projeções e estimativas é facultativa, mas, caso o emissor opte por fazê-lo, as informações devem ser incluídas no Formulário de Referência, identificadas como hipotéticas, ou seja, que não constituem promessa de desempenho e devem ser razoáveis e acompanhadas das premissas e dos parâmetros e metodologia adotados.

O Pronunciamento de Orientação n. 04, do Codim, destaca como deve ser a política da publicação, equidade utilizada, forma e consistência, frequência, alteração e responsabilidade na divulgação. Quanto à política de divulgação de projeções de resultados futuros, a empresa é orientada a explicitar a frequência adotada – se anual ou trimestral –, o tipo de *guidance* fornecido – se qualitativo ou quantitativo –, o período projetado, e se há restrições quanto à divulgação. No que tange à equidade, a companhia deverá divulgar sua política de *guidance*, o *guidance* e atualizações de forma ampla, equânime e simultânea para todos os agentes do mercado.

Quanto à forma e consistência, o Pronunciamento 04/2008 explica que a empresa deve adotar parâmetros para divulgar as perspectivas futuras, contendo as premissas que o originaram, e ainda advertir os usuários de que as projeções contêm declarações prospectivas, sujeitas a riscos e incertezas, e que, portanto, os resultados futuros podem ser substancialmente diferentes. Sobre a frequência e alteração, a companhia apresentará, junto às demonstrações financeiras trimestrais, o confronto entre o realizado e projetado, indicando os motivos que levaram aos desvios, quando for o caso. Sugere ainda que o *guidance* deve compreender um período de pelo menos 12 meses, com revisões sempre que necessário. No caso de ocorrerem fatos ou eventos extraordinários, que impactem diretamente nas atividades e resultados da companhia, esses devem ser publicados através da divulgação de fato relevante, alterando as premissas do *guidance*.

Em relação à responsabilidade na divulgação, o Codim orienta que a administração e a área de relações com os investidores devem estar cientes de sua responsabilidade legal, conforme previsto no artigo 157, parágrafo 4º, da Lei n. 6.404/1976. Adverte, ainda, que a responsabilidade aumenta quando o *guidance* for uma projeção financeira, como fluxo de caixa, lucro por ação ou Ebitda, devido às suas implicações legais.

Apesar da regulamentação no sentido de padronizar a publicação de expectativas de desempenho financeiro, registram-se diversos questionamentos quanto aos seus benefícios e riscos. Segundo Hsieh, Koller e Rajan (2006), a princípio o benefício consiste em menor volatilidade nos preços das ações e em maiores valorizações. Já Anhalt (2007) acrescenta as seguintes vantagens: maior aproximação com os profissionais de mercado, aumento da cobertura da empresa, ação mais próxima do preço justo, redução do custo de capital e alinhamento de projeções.

Na opinião de Monteiro (2007), o *guidance* ilustra a perspectiva do mercado em relação a um conjunto de números, e, no caso das companhias, objetiva maximizar o lucro a curto prazo. Entretanto, se os resultados não alcançam os valores projetados, os usuários podem concluir que houve alguma coisa pior, com consequências negativas para a administração. No mesmo sentido, Mahoney (2008) acredita que a divulgação trimestral de projeções de resultados futuros mantém o foco sobre resultados de curto prazo, estimulando os investidores a ter uma abordagem também no curto prazo. “Os investidores passam a comprar e vender ações com mais frequência e rapidez, tentando obter ganhos rápidos nas suas carteiras, ou evitar perdas” (MAHONEY, 2008, p. 28).

Entretanto, Marçal (2007) acredita que a prática de divulgação de perspectivas futuras gera cobrança futura dos analistas, da BM&FBovespa e da CVM, de modo que as empresas geralmente decidem evitar a publicação de *guidance* trimestral, por não saber como fazê-lo. Contudo, quando realizado adequadamente, o *earnings guidance* contribui para democratizar as expectativas e trabalha a favor de um preço de mercado mais justo.

Apesar de recente e, portanto, ainda pouco discutido, o tema *guidance* foi objeto de alguns estudos científicos. Internacionalmente, destacam-se as pesquisas sobre o impacto da divulgação trimestral e/ou anual de projeções de resultados futuros.

Cheng, Subramanyan e Zhang (2005) estudaram empresas dos EUA que, após um período inicial de divulgação trimestral de suas projeções, agora vêm mudando para a publicação anual. A pesquisa revela que essa substituição objetiva estimular analistas e investidores a enfatizar o cumprimento de metas de curto prazo, o que é prejudicial para o crescimento a longo prazo e para a criação de valor.

O estudo elaborado por Hsied, Koller e Rajan (2006), com 4.000 companhias que auferiram receita superior a US\$ 500 milhões no período de 1994 a 2004, mostrou que o

único efeito da divulgação de *guidance* trimestral é a maior liquidez das ações quando a empresa dá início à publicação, mas não encontrou evidência da redução de volatilidade das ações, nem de aumento do valor da companhia e do retorno aos acionistas. A pesquisa sugere que as empresas devem focar na divulgação de direcionadores de valor e de metas de longo prazo. Analisou-se ainda se a suspensão da divulgação traria algum retorno negativo para as companhias, tendo-se observado que a interrupção não leva a uma redução na cobertura ou no aumento da volatilidade, concluindo-se, assim, que os retornos negativos para o acionista resultam das fracas expectativas de desempenho futuro e da menor precisão das previsões após a suspensão do *guidance*.

Uma pesquisa divulgada em 2006 pelo *National Investor Relations Institute* (Niri), com empresas dos EUA, revelou que a proporção de empresas que fornecem *earnings guidance* anual cresceu de 61%, em 2005, para 82%, em 2006. Os dados mostraram que a maioria das empresas que divulgam *guidance* atualiza suas projeções, evidenciando qualquer mudança material. Como vantagem, 95% das empresas afirmaram que a divulgação de projeções financeiras contribui para uma melhor comunicação entre empresa e investidores. Quanto às formas de *guidance*, a pesquisa constatou que 77% elaboram demonstrativos qualitativos sobre condições do mercado, 70% informam sobre tendências capazes de afetar os negócios da empresa, 56% trazem informações específicas do setor, 54% divulgam informações qualitativas sobre medidas e/ou premissas de negócios, 56% estimam fatores que possam afetar seus lucros e 50% produzem demonstrativos qualitativos sobre medidas de desempenho de alto nível.

Outra pesquisa, também com empresas dos EUA, realizada por Houston, Lev e Tucker (2010), revela que as companhias deixaram de fornecer projeção de resultados futuros trimestral, e aponta como principais causas dessa decisão os baixos lucros, passados ou previstos, a mudança de gestão e a dificuldade de atingir ou superar as previsões dos analistas.

Os estudos científicos desenvolvidos no Brasil, em sua maioria, procuraram demonstrar o nível de evidenciação de divulgação voluntária (*voluntary disclosure*), ou *guidance*, em relação a transparência ou a governança corporativa.

Yamamoto e Malacrida (2006) desenvolveram uma pesquisa com o objetivo de investigar, empiricamente, a importância das informações contábeis, obrigatórias e voluntárias, para o mercado de capitais brasileiro, procurando analisar o nível de evidenciação dessas informações nas empresas participantes do Ibovespa. O resultado encontrado revelou que empresas com nível de evidenciação mais elevado, em termos de divulgação voluntária, registram menor volatilidade do retorno das ações. Os autores afirmam que o resultado é um fator importante para que as empresas aumentem o nível de transparência e evidenciação e, consequentemente, venham a aderir aos pressupostos da governança corporativa.

Em 2007 o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (Ibri) realizou uma pesquisa com empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa e com faturamento anual superior a R\$ 1 bilhão. Os resultados demonstraram que 76% das empresas fornecem ao mercado algum tipo de orientação sobre expectativas de resultados. A maioria, 58%, adota a prática de divulgar informações anuais, e 42% utilizam bases trimestrais. Enquanto isso, nos EUA 42% das empresas divulgam anualmente e apenas 13% realizam projeções trimestrais (FIRB, 2007). Outro resultado importante da pesquisa é que as projeções de resultados compreendem principalmente dados operacionais, como volumes de vendas e produção, custos e despesas, e ainda dados financeiros, como investimentos e Ebitda.

Murcia e Santos (2009) realizaram uma pesquisa com as 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil no período de 2006 a 2008, com o objetivo de identificar os fatores que explicam o nível de informações voluntárias divulgadas, prática conhecida como

disclosure voluntário. A pesquisa foi fundamentada na Teoria do Disclosure Discricionário, permitindo concluir que existe associação entre o nível de *disclosure* e o setor de atuação das companhias. Entretanto, constatou que a prática de governança corporativa não é estatisticamente significativa para determinação do nível de *disclosure* voluntário.

Cardoso (2010) analisou os aspectos influenciadores do nível de *disclosure* voluntário nas empresas listadas na BM&FBovespa. Os resultados evidenciaram que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa foi o aspecto que mais influenciou a divulgação de informações voluntárias pelas companhias, e que através do modelo de regressão logística pôde-se inferir que a internacionalização e o endividamento são fatores que influenciam positivamente, aumentando a probabilidade de *disclosure* voluntário.

Almeida e Figueiredo Júnior (2011) realizaram pesquisa com empresas brasileiras de capital fechado concessionárias de gás natural. Constataram que não há prática de divulgação de *guidance* no setor, e que, em sua maioria, as companhias não divulgam qualquer outro tipo de prognóstico. Dentre os motivos identificados para a não publicação do relatório de perspectivas futuras, destacam-se o desejo de evitar comprometimento com projeções e o pensamento de que esse tipo de informação deve ficar limitado aos acionistas.

Outra pesquisa com empresas brasileiras de capital aberto foi desenvolvida por Macedo Neto *et al.* (2012). O estudo dos perfis dessas empresas levou à identificação de características como faturamento acima de R\$ 1 bilhão, lucro superior a R\$ 200 milhões, mais de cinco anos de constituição, mais de quatro anos de registro na CVM e mais de 900 empregados. Os resultados revelam que dentre os fatores incentivadores da publicação de perspectivas de resultados futuros sobre suas atividades destacam-se aqueles relacionados ao ambiente institucional (segmentos de listagem na BM&FBovespa e participação em mercados acionários estrangeiros) e aos *stakeholders*, conforme apregoado pela Teoria Institucional e pela Teoria dos Stakeholders. Foi também objeto de análise o atendimento aos preceitos emitidos pelo Pronunciamento n. 04/2008, do Codim, constatando-se que as empresas não atendem de forma satisfatória aos requisitos ali estabelecidos, sendo pequeno o número de companhias que alertam seus usuários sobre a possibilidade de as projeções não virem a se confirmar.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa se caracteriza como exploratória. Um estudo é considerado exploratório quando há pouco conhecimento sobre a temática a ser abordada, e se procura, portanto, conhecer o assunto com mais profundidade, tornando-o mais claro, ou constituir questões importantes para a condução da pesquisa (RAUPP; BEUREN, 2006). Gil (1999) destaca que a pesquisa exploratória objetiva proporcionar uma visão geral acerca de um fato específico. Quanto à natureza, o estudo se classifica como quantiquantitativo, haja vista que serão utilizadas as duas abordagens, ou seja, em uma parte a visão positiva (quantitativa) e na outra uma visão fenomenológica (qualitativa) (ARAÚJO; OLIVEIRA, 1997, apud PONTE *et al.*, 2007).

No que tange aos procedimentos, adotou-se a pesquisa documental, visto que será utilizado como fonte de dados o Formulário de Referência de cada empresa, relativo ao exercício social de 2011, com projeções para 2012 e anos seguintes, disponível no *website* da BM&FBovespa. A pesquisa documental baseia-se em materiais que ainda não receberam tratamento analítico, ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (RAUPP; BEUREN, 2006). Segundo Silva e Grigolo (2002), a pesquisa documental utiliza informações que ainda não foram analisadas em profundidade. O estudo visa selecionar, tratar

e interpretar os dados brutos, procurando extrair algum tipo de sentido e dar-lhes algum valor, de modo a poder colaborar com a comunidade científica.

Geralmente, as pesquisas relacionam a prática do *disclosure* voluntário com a governança corporativa, valendo destacar os estudos de Cardoso (2010), Murcia e Santos (2009) e Lanzana (2004). Macedo Neto *et al.* (2012) presumiram que as empresas são motivadas a publicar *guidance* para se igualar a outras organizações nos segmentos de listagem mais seletivos da BMF&Bovespa. Assim, com base nos resultados de pesquisas anteriores, foi definida a seguinte hipótese a ser testada:

H1: O Índice de Divulgação de Guidance observado nas companhias dos níveis diferenciados de governança corporativa (IDG_{NDGC}) é superior ao Índice de Divulgação de Guidance verificado nas demais (IDG_{MT}).

O estudo engloba 65 empresas do setor de construção e transporte listadas no *website* da BM&FBovespa, na posição de abril de 2013. Para definição da amostra, foi considerada principal parâmetro a acessibilidade aos relatórios *guidance* das empresas. Após a análise do Formulário de Referência de cada empresa, foi possível constatar a publicação de *guidance* por 29 delas, ou seja, 45%. A opção pelo setor de construção e transporte deve-se ao fato de ali se observar uma tendência para a evidenciação de projeções de resultados futuros, conforme pesquisa realizada por Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013).

Outro fator que influenciou a escolha do setor está relacionado ao seu crescimento no mercado. Em 2010, o segmento de construção civil cresceu 7,36%, ou seja, mais do que os 6,5% do aumento do Produto Interno Bruto (PIB) e da agropecuária, que, por sua vez, representa 8,3% do PIB. Em todos os setores da economia vêm ampliando suas instalações ou construindo novos empreendimentos, especialmente voltados para a Copa do Mundo de Futebol de 2014, as Olimpíadas de 2016, sem contar as obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado em 2007 (MARQUES; SCHULTZ, 2012).

Após definida a amostra da pesquisa, coletaram-se as informações de *guidance* para se estabelecer padrões de comparabilidade, através da análise do conteúdo informado pelas empresas. Segundo Bardin (1979), a Análise de Conteúdo pode ser definida como um conjunto de técnicas de análise das informações, visando obter, por meio de procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição dos conteúdos das mensagens, indicadores que possibilitem inferir conhecimentos relativos às condições de produção/recepção dessas mensagens.

Para definição do IDG, as informações foram colhidas do Formulário de Referência e analisadas conforme seus aspectos formais, indicadores econômico-financeiros, operacionais e de investimento, sendo segregados em 22 itens, conforme detalhado no Quadro 1. Os aspectos formais são aqueles que devem acompanhar a evidenciação das projeções, de acordo com a Instrução CVM n. 480/2009 e o Pronunciamento de Orientação n. 04/2008, do Codim. Os indicadores foram definidos tomando-se por base o estudo de Macedo Neto *et al.* (2012), o qual define três enfoques predominantes do *guidance* divulgado: *guidance* de resultados (indicadores econômico-financeiros), *guidance* estratégico (indicadores operacionais) e *guidance* de investimentos (indicadores de investimento). Cada um deles foi dividido em duas subcategorias: projeções de curto prazo e projeções de longo prazo. A primeira está relacionada às informações apresentadas para o exercício de 2012, enquanto a segunda diz respeito aos exercícios de 2013 e seguintes.

Quadro 1 – Métrica para avaliação do Índice de Divulgação de Guidance

Categoria	Subcategoria	Item	Descrição
Aspectos formais	Responsabilidade dos gestores	Premissas	Parâmetros e metodologias utilizados para a estimação das projeções
		Advertência aos usuários	Os agentes de mercado deverão ser alertados de que os resultados futuros podem ser substancialmente diferentes daqueles expressos no <i>guidance</i>
	Projeções de períodos anteriores	Acompanhamento	Acompanhamento de projeções de períodos já transcorridos e comparativos entre o realizado e o projetado
		Análise de desvios encontrados	Apresenta explicações para as principais variações ocorridas no confronto
Indicadores econômico-financeiros	Projeções de curto prazo	Fluxo de caixa	Quantificação monetária ou variação percentual de fluxo de caixa
	Projeções de longo prazo		
	Projeções de curto prazo	Receitas	Quantificação monetária ou variação percentual de vendas
	Projeções de longo prazo		
	Projeções de curto prazo	Custos e despesas	Quantificação monetária ou percentual de custos e despesas
	Projeções de longo prazo		
	Projeções de curto prazo	Resultado	Indicadores de desempenho econômico, tais como margem de lucro, margem operacional, Ebitda e ROE
	Projeções de longo prazo		
Indicadores operacionais	Projeções de curto prazo	Nível de atividade	Indicadores operacionais de produção, vendas ou prestação de serviços
	Projeções de longo prazo		
	Projeções de curto prazo	Preços	Variação dos preços dos produtos/serviços ou suas estimativas
	Projeções de longo prazo		
	Projeções de curto prazo	Desempenho	Indicadores que revelam a eficiência dos processos operacionais da empresa
	Projeções de longo prazo		
Indicadores de investimento	Projeções de curto prazo	Investimentos	Montante de investimentos previstos ou sua descrição
	Projeções de longo prazo		
	Projeções de curto prazo	Fonte de recursos	Descrição da fonte dos recursos necessários para a realização dos investimentos previstos
	Projeções de longo prazo		

Fontes: Instrução CVM n. 480/2009 e Pronunciamento de Orientação n. 04/2008, do Codim.

Em seguida, para cada empresa da amostra foram levantadas até 22 respostas (máximo possível) dadas aos 13 quesitos descritos no Quadro 1. Após catalogados os dados, atribuiu-se o valor “1” quando o item foi identificado, e o valor “0” no caso contrário. Depois de atribuídos valores aos itens, calculou-se o IDG de cada empresa, dado pela razão entre a sua pontuação e a pontuação máxima possível (22).

Os níveis de governança corporativa foram considerados de acordo com a classificação definida pela BM&FBovespa, compreendendo Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Foram, portanto, levantados os segmentos de listagem das empresas, mediante consulta ao portal eletrônico da BM&FBovespa na posição de abril/2013. Os dados foram compilados por meio da planilha eletrônica Excel, sendo em seguida analisados com o auxílio do aplicativo *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS®).

Após a tabulação dos dados, foram calculadas medidas estatísticas como média, mediana, moda, variância e desvio-padrão, as quais possibilitaram comparar os IDGs das companhias enquadradas nos níveis diferenciados de governança corporativa com os das demais.

Foram realizados testes não-paramétricos de diferenças entre médias, através do modelo de Mann-Whitney. O teste paramétrico *t* de Student não chegou a ser aplicado, porque o teste Kolmogorov-Smirnov revelou que a amostra não apresentava distribuição normal.

4 RESULTADOS

A pesquisa possibilitou constatar que das 65 empresas do setor de construção e transporte listadas na BM&FBovespa, 29 (45%) divulgam alguma forma de projeção de resultados futuros, ou seja, pouco menos da metade. A Tabela 1 apresenta os dados informados pelas 29 companhias no que tange à publicação de *guidance* definida no capítulo 3 – Metodologia.

Tabela 1 – Aspectos do *guidance* publicado pelas empresas da amostra

Categoria	Subcategoria	Item	Sim	Proporção (%)	Não
Aspectos formais	Responsabilidade dos gestores	Premissas	27	93	2
		Advertência aos usuários	13	45	16
	Projeções de períodos anteriores	Acompanhamento	21	72	8
		Análise de desvios encontrados	18	62	11
Total			79	68	37
Indicadores econômico-financeiros	Projeções de curto prazo	Fluxo de caixa	2	7	27
	Projeções de longo prazo		1	3	28
	Projeções de curto prazo	Receitas	5	17	24
	Projeções de longo prazo		4	14	25
	Projeções de curto prazo	Custos e despesas	1	3	28
	Projeções de longo prazo		0	-	29
	Projeções de curto prazo	Resultado	13	45	16
	Projeções de longo prazo		2	7	27
Indicadores operacionais	Projeções de curto prazo	Nível de atividade	15	52	14
	Projeções de longo prazo		2	7	27

	Projeções de curto prazo	Preços	0	-	29
	Projeções de longo prazo		0	-	29
	Projeções de curto prazo	Desempenho	6	21	23
	Projeções de longo prazo		2	7	27
Indicadores de investimento	Projeções de curto prazo	Investimentos	7	24	22
	Projeções de longo prazo		4	14	25
	Projeções de curto prazo	Fonte de recursos	0	-	29
	Projeções de longo prazo		1	3	28
Total de curto prazo			49	19	212
Total de longo prazo			16	6	245

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que a principal característica da divulgação de *guidance* refere-se aos seus aspectos formais (68%), enquanto os indicadores de curto e longo prazo são 19% e 6%, respectivamente. Nos aspectos formais, as premissas são publicadas por quase todas as empresas (93%). Entretanto, menos da metade adverte os usuários de que os resultados futuros podem ser substancialmente diferentes daqueles expressos no *guidance*. O confronto entre realizado e projetado é divulgado por 21 empresas, 18 das quais dão explicações para as principais variações ocorridas na comparação, confirmando as pesquisas realizadas por Macedo Neto *et al.* (2012) e Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013).

Comparando-se as três categorias, o Nível de atividade, um dos três itens da categoria Indicadores operacionais, destaca-se no que tange às projeções de curto prazo, ao ser informado por 15 das 29 companhias (52% da amostra), sendo que a maioria delas inclui nesse item o volume geral de vendas. Na segunda posição, também no tocante às projeções de curto prazo, vem o Resultado, um dos quatro itens da categoria Indicadores econômico-financeiros, apontado por 13 empresas (45%), sendo que a maioria delas inclui a margem Ebitda, a margem bruta e a margem líquida. As empresas também divulgaram o *guidance* de investimento no curto prazo, sem, no entanto, informar a fonte dos recursos necessários para os investimentos. Pesquisas anteriores realizadas no Brasil (FIRB, 2007; IBRI, 2007) também evidenciaram que o enfoque predominante no relatório de *guidance* está relacionado com indicadores operacionais, como volumes de vendas e produção, custos e despesas; e dados financeiros, como investimento e Ebitda.

Nas três categorias de indicadores, as projeções de longo prazo, como visto, são as menos publicadas pelas empresas, não passando de 6% do total, sendo Receitas e Investimentos os itens mais divulgados da subcategoria, embora ambos tenham sido assinalados por apenas quatro empresas (14% da amostra). Note-se que nessa mesma subcategoria, a Fonte de recursos, um dos dois itens da categoria Indicadores de investimento, foi informada por uma única empresa, enquanto nenhuma delas o assinalou na subcategoria referente às projeções de curto prazo. Constata-se, ainda, que tanto no curto como no longo prazo, nenhuma companhia apresentou projeções referentes ao item Preços.

Após ser identificadas as características das perspectivas de desempenho futuro publicadas, realizaram-se testes estatísticos para a validação ou rejeição da hipótese que norteia a pesquisa. Pode-se observar, na Tabela 2, a estatística descritiva referente ao IDG, cuja definição encontra-se no capítulo 3 – Metodologia. Das 29 empresas que apresentaram grau de evidência de projeções de resultados futuros, obteve-se uma média de 22,7% , com

desvio-padrão de 10,6%. O grau mais elevado correspondeu a 63,6%, obtido pela empresa RT Bandeiras, enquanto o segundo maior, assinalado pela Gafisa, correspondeu a 36,4%, ou seja, praticamente a metade. As empresas Arteris, CR2 e Lopes Brasil obtiveram o menor IDG (9,1%), já que atenderam a apenas dois requisitos. Com base na análise dos quartis, nota-se uma forte concentração do IDG entre 13,6% e 27,3% (50% das empresas estão nessa faixa).

Tabela 2 – Estatística descritiva do Índice de Divulgação de Guidance

Média	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo	Percentil		
				25	50	75
22,7%	10,6%	63,6%	9,1%	13,6%	22,7%	27,3%

Fonte: Dados da pesquisa.

Por meio das estatísticas descritivas, verificou-se se haveria diferença no IDG entre as empresas classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e as demais. Para tanto, dividiu-se a amostra inicial de 65 empresas em dois grupos: o das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa e o das demais empresas. A Tabela 3 mostra os dados estatísticos obtidos a partir das análises.

Tabela 3 – Estatística descritiva de governança corporativa da amostra

Item	Níveis diferenciados de governança corporativa	Demais empresas
Quantidade de empresas	32	33
Média	14,2%	6,3%
Desvio-padrão	12,2%	13,3%
Máximo	36,4%	63,6%
Mínimo	-	-

Fonte: Dados da pesquisa.

As análises demonstram que as empresas do mercado tradicional alcançaram IDGs diferentes e inferiores àqueles registrados pelas companhias dos níveis diferenciados de governança corporativa, sendo estas predominantemente classificadas no Novo Mercado. Confirmam-se, assim, as pesquisas realizadas por Macedo Neto *et al.* (2012) e Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013).

Contudo, para a confirmação da hipótese conceitual que norteia a pesquisa, faz-se necessário investigar se há diferenças estatisticamente significantes entre as médias do IDG. Nesse sentido, realizou-se teste não-paramétrico, utilizando-se o modelo de Mann-Whitney, numa comparação dos IDGs das empresas do mercado tradicional com os das demais companhias. Conforme ressaltado no capítulo 3 – Metodologia, o teste *t* de Student não chegou a ser aplicado, porque o teste Kolmogorov-Smirnov revelou que a amostra não apresenta distribuição normal.

As companhias dos níveis diferenciados apresentaram IDGs mais elevados que os das demais companhias, registrando-se diferenças estatisticamente significantes (Mann-Whitney $U = 408$; Wilcoxon $W = 969$; $Z = -1,766$), confirmando-se a hipótese operacional $IDG_{NDGC} > IDG_{MT}$.

Dessa forma, é razoável supor que, na medida em que adotam melhores práticas de governança corporativa e passam a participar dos segmentos de listagem mais seletivos, as empresas tendem a publicar *guidance*. Isso sugere que esse ambiente estimula as empresas a se diferenciar perante a concorrência.

Os resultados podem ser reforçados pela literatura, segundo a qual a publicação de *guidance* aumenta a transparência, levando as empresas a participar dos segmentos de listagens mais exigentes (HSIEH; KOLLER; RAJAN, 2006; ANHALT, 2007; HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010; MACEDO NETO *et al.* 2012; BRANDÃO; DE LUCA; VASCONCELOS, 2013). Ressalte-se, no entanto, que a BM&FBovespa não adota a prática do *guidance* como critério para enquadramento das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa (BM&FBOVESPA, 2012).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objeto a investigar o grau de evidenciação de informações sobre *guidance* das empresas do setor de construção e transporte listadas na BM&FBovespa. Aqui, foram analisadas as informações sobre as projeções divulgadas pelas companhias no Formulário de Referência, a fim de ser calculado o IDG, e, também, foram identificados os níveis de governança corporativa das empresas. Posteriormente, testou-se a hipótese de pesquisa, segundo a qual os IDGs das companhias dos níveis diferenciados de governança corporativa são superiores aos das demais.

Após o desenvolvimento do estudo, verificou-se que os graus de evidenciação das projeções das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa são superiores aos das demais, resultando na aceitação da hipótese de pesquisa. Corroboram-se, assim, as pesquisas realizadas por Cardoso (2010), Macedo Neto *et al.* (2012) e Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), que identificaram a governança corporativa como influenciador da publicação de informações voluntárias, ou *disclosure* voluntário.

Os resultados da presente pesquisa demonstraram, ainda, que as empresas brasileiras em geral ainda têm muito a evoluir no sentido da divulgação de perspectivas de resultados futuros. Fazendo-se uma análise conjunta dos 22 itens de evidenciação investigados, verificou-se que 68% das empresas divulgam aspectos formais relativos ao *guidance*, com destaque para as premissas, em que são abordados os parâmetros e metodologias utilizados para as projeções. Entretanto, apenas metade das companhias informa que os resultados futuros podem ser consideravelmente diferentes daqueles expressos no *guidance*.

Quantos aos indicadores de curto e longo prazo, observou-se que prevalece a divulgação de projeções relativas a indicadores operacionais, tais como volume geral de vendas, margem Ebitda, margem bruta e margem líquida. Os mesmos indicadores foram levantados na pesquisa realizada pelo Ibrí (2007).

Como o relatório *guidance* se encontra em fase de aprimoramento, havendo controvérsias quanto aos seus benefícios e raras abordagens quanto a sua forma de divulgação, sugere-se a realização de estudos futuros sobre o tema, ampliando-se a amostra e utilizando-se ferramentas estatísticas mais robustas.

O presente estudo procurou contribuir para a discussão do tema *guidance*, no sentido de suprir a escassez de pesquisas acadêmicas relacionadas ao assunto no contexto brasileiro. A corroboração ou contestação dos resultados obtidos nesta pesquisa por estudos futuros pode aprimorar as conclusões aqui explicitadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, M. X.; FIGUEIREDO JÚNIOR, H. S. O uso do guidance como instrumento de transparência para as empresas concessionárias de distribuição de gás natural no Brasil. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 11., 2011, São Paulo, *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2011. CD-ROM.
- ANHALT, A. A. Guidance: entre o risco e a segurança. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 31-33, abr. 2007.
- _____. Guidance: promessa é dívida nas divulgações de projeções. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 121, p. 30-31, abr. 2008.
- ANILOWSKI, C.; FENG, M.; SKINNER, D. J. Does earnings affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. **Journal of Accounting and Economics**, n. 44 (1-2), p. 36-63, 2006.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1979.
- BELARMINO, G. **Guidance sinaliza transparência, mas redução de expectativas ainda assusta executivos**. Março, 2008. Disponível em: <<http://www.financialweb.com.br/noticias/index.asp?cod=46292>>. Acesso em: 18 dez. 2012.
- BM&FBOVESPA. **Índice Bovespa – Ibovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 20 dez. 2012.
- BRANDÃO, Isac de Freitas; DE LUCA, Márcia Martins Mendes; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de. Características do guidance nas maiores empresas da BM&FBovespa. *In: CONGRESSO ANPCONT*, 7., 2013, Fortaleza. *Anais...* Fortaleza: Anpcont.
- BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Publicada no D.O.U., em 15 de dezembro de 1976.
- CABRAL, E. Ibrri inicia discussão sobre guidance no Brasil. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 20-22, abril 2007.
- CARDOSO, Vanessa Ingrid da Costa. **Aspectos influenciadores do nível de disclosure voluntário nas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa**. 2010. 68 p. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza-CE, 2010.
- CHENG, M.; SUBRAMANYAN, K. R.; ZHANG, Y. Earnings guidance and managerial myopia. **Working Paper**, University of Southern California, 2005.
- CODIM. Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. **Pronunciamento de orientação nº 04 – guidance**, de 17 de abril de 2008. Disponível em: <<http://www.CODIM.org.br/elaborados.asp>>. Acesso em: 28 dez. 2012.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 dez. 2012.
- _____. **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/InstrucaoCVM480.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

FIRB. Financial Investor Relations Brasil. **Qualificando guidance**. 2007. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/Guidance/FIRB_Arleu.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2012.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas 1999.

GONZALEZ, R. Os conceitos da sustentabilidade nos guidances e na criação de valor. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 19, abr. 2007.

HOUSTON, J. F.; LEV, B.; TUCKER, J. W. To guide or not to guide? Causes and consequences of stopping and subsequently resuming earnings guidance. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, p. 143-185, 2010.

HSIEH, P; KOLLER, T.; RAJAN, S. R. The misguided practice of earnings guidance. **McKinsey on Finance**, March 2006. Disponível em: <http://www.mckinseyquarterly.com/The_misguided_practice_of_earnings_guidance_1759>. Acesso em: 13 dez. 2012.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010.

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

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

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

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

MARÇAL, Rubens. Guidance: o diálogo com o analista de investimentos. **Revista Relação com Investidores – RI**, n. 110, p. 23, abr. 2007.

MARQUES, Tatiane de Oliveira; SCHULTZ, Chales Albino. Variáveis que influenciam o nível de evidenciação dos instrumentos financeiros das companhias do setor de construção civil. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 12., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 12. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos122012/708.pdf>>. Acesso em 10 dez. 2012.

MONTEIRO, Marion. Perfil. Total RI: Serviços e soluções integradas. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 7, abr. 2007.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em:

<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12_136/tde-16122009-121627/>. Acesso em: 31 maio 2013.

OLIVEIRA, Marcelle Colares *et al.* **Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de governança corporativa na transparência das informações evidenciadas por empresas brasileiras do setor de papel e celulose.** 2004. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2004.

PONTE, Vera Maria Rodrigues *et al.* Análise das metodologias e técnicas de pesquisa adotadas nos estudos brasileiros sobre balanced scorecard: um estudo dos artigos publicados no período de 1999 a 2006. *In: CONGRESSO ANPCONT*, 1., 2007, Gramado: **Anais...** Gramado: Anpcont, 2007.

RAUPP, Maury Fabiano; BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade:** teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

(obra não citada no artigo)

SILVA, Marise Borba de; GRIGOLO, Tânia Maris. Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II. **Caderno Pedagógico.** Florianópolis: Udesc, 2002.

VERGILI, R. Codim divulga pronunciamento sobre guidance. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 121, p. 32, abr. 2008.

YAMAMOTO, Marina M. Reflexões sobre a divulgação de informações no mercado de capitais. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 121, p. 16, abr. 2008.

_____; MALACRIDA, Mara Jane Contrera. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *In: Revista Contabilidade e Finanças*, Edição Comemorativa, p. 65, 2006, São Paulo.