

**Fatores Incentivadores da Publicação de Guidance pelas Empresas do Ibovespa e sua Conformidade com o Pronunciamento de Orientação N° 04/2008 do CODIM**

**Motivating Factors in Guidance Publications by Ibovespa Companies and Their Conformity to CODIM's Guideline Statement 04/2008**

Helio Macedo Neto  
Bacharel em Ciências Contábeis – UFC  
Av. José Leon, 1256, Bl 6/301, Cidade dos Funcionários, Fortaleza-CE – 60.822-676  
helio@mercadinhossauluiz.com.br

Alessandra Carvalho de Vasconcelos  
Doutora em Engenharia de Produção – UFSC  
Professora Adjunta da Universidade Federal do Ceará  
Rua Coronel Jucá, 330/1901, Aldeota, Fortaleza-CE – 60.170-320  
alevasconcelos.ufc@gmail.com

Márcia Martins Mendes De Luca  
Doutora em Controladoria e Contabilidade – USP  
Professora Associada da Universidade Federal do Ceará  
Rua Coronel Jucá, 330/1901, Aldeota, Fortaleza-CE – 60.170-320  
marciadeluca@ufc.br

Hugo Santana de Figueirêdo Junior  
Doutorando em Economia de Negócios – Wageningen University  
Professor Assistente da Universidade Federal do Ceará  
Rua Andrade Furtado, 1601/700, Cocó, Fortaleza-CE – 60.190-070  
hugo.figueiredo@ufc.br

**Resumo**

À medida que cresce a demanda de recursos no mercado de capitais nacional, surge a necessidade das empresas em publicarem estimativas de resultados para manterem ou atraírem novos investidores. O *guidance*, publicação de resultados futuros, surge neste cenário como resposta a este movimento. Nessa perspectiva, a pesquisa investiga prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa, analisando o atendimento ao Pronunciamento 04/2008, do CODIM. A investigação abrangeu fatores relacionados ao ambiente institucional (segmento de listagem na BM&FBovespa e listagem de ações em bolsas estrangeiras) e a três grupos de interesse (fornecedores, empregados e investidores). De natureza qualitativa, a pesquisa exploratória utilizou a técnica análise de conteúdo. Após a análise dos Formulários de Referência das 62 empresas, foi possível constatar a publicação de *guidances* em 2010 por 26 delas, ou seja, 41,9% da carteira teórica do Ibovespa. Os resultados indicam que os fatores analisados foram considerados incentivadores da evidenciação de perspectivas de resultados futuros, conforme apregoadado pela Teoria Institucional e pela Teoria dos Stakeholders. Esses resultados sugerem que as empresas pesquisadas fornecem informações sobre estimativas futuras para manter ou garantir sua legitimidade no mercado e perante seus *stakeholders*. Contudo, a análise de conteúdo

Artigo publicado anteriormente, em versão preliminar, nos Anais do XXXVI EnANPAD em 2012.  
Artigo submetido em 11 de outubro de 2013 e aceito em 25 de abril de 2014 pelo Editor Marcelo Alvaro da Silva Macedo, após *double blind review*.

revelou que os *guidances* publicados pelas empresas não atendem de forma satisfatória ao Pronunciamento 04/2008.

**Palavras-chave:** *Guidance*. Teoria institucional. Teoria dos *stakeholders*. Ibovespa.

### **Abstract**

As the demand for resources in the national capital market grows, there is a stronger necessity by companies to release result prospects in order to keep or attract new investors. The guidance, a publication of future results, appears in this scenario as a response to this trend. In this perspective, the research investigates probable motivating factors in the publication of guidance by Ibovespa companies, while assessing their response to CODIM's 04/2008 statement. The investigation comprehended factors related to institutional environments (listing segment at BM&FBovespa and listing of actions in foreign stock exchanges) and three groups of interest (suppliers, employees and investors). Qualitative in nature, this exploratory research has used the technique of content analysis. After analyzing the reference forms from 62 companies, it was possible to verify the disclosure of guidances, in 2010, of 26 of them, or 41.9% of the Ibovespa index. The results indicate that the factors analyzed were considered motivational in the evidencing of future result perspectives and the guidance publications, as recommended by the Institutional Theory and the Theory of Stakeholders. These results suggest that the surveyed companies provide information on future estimates to maintain or ensure its legitimacy in the market and towards its stakeholders. However, the content analysis showed that the guidance published by the companies do not meet in a satisfactory way the Statement 04/2008.

**Keywords:** Guidance. Institutional Theory. Stakeholders Theory. Ibovespa.

## **1. Introdução**

A interdependência dos mercados financeiros de todo o mundo força as empresas a agir com o máximo de exatidão quanto à adaptação a volatilidade das variáveis macroeconômicas. Para minimizar os impactos dessas variações, faz-se necessário disponibilizar para os *stakeholders* uma miscelânea de informações sobre as operações, objetivando, assim, conquistar mais confiança dos investidores no mercado de capitais e garantir a consequente elevação da rentabilidade e da liquidez de títulos e valores mobiliários.

A comunicação com o mercado por meio da projeção de resultados é vista como uma boa prática de governança corporativa, desde que feita de forma cuidadosa e ponderada. Para Siqueira e Macedo (2006, p. 29), “ao captar recursos, as empresas precisam divulgar informações cada vez mais esclarecedoras para seus acionistas”. Nesse sentido, Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) informam que quando há falta de transparência, informação e práticas de governança nas empresas percebe-se maior risco à incipiência de financiamento externo.

Considerando que atualmente as empresas buscam cada vez mais investidores para se capitalizarem a custos menores, e, considerando que cresce na mesma proporção o número de pessoas físicas e jurídicas à procura de resultados financeiros em bolsa de valores, surge a necessidade de as empresas brasileiras de capital aberto publicarem seus resultados, bem como projeções para exercícios futuros, conforme ratificam a Teoria Institucional e a Teoria dos Stakeholders. Neste estudo, elegem-se, portanto, a Teoria Institucional e a Teoria dos Stakeholders como abordagens para entendimento dos fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas.

Levando em conta a abordagem institucional de estruturação de campo, Dimaggio e Powell (1983) apontam o conceito segundo o qual, na medida em que as organizações são

estruturadas em um campo, surgem forças que as tornam similares umas às outras. Fonseca e Machado-da-Silva (2002) comentam que de acordo com a abordagem institucional, o comportamento individual é modelado por padrões criados e compartilhados na interação, incorporados na forma de normas e regras objetivas. Nessa perspectiva, pode-se conjecturar que as organizações são moldadas não apenas pelo mercado, nem somente pelos clientes, mas também são motivadas a fornecer informações a todos os *players* afetados por suas decisões, nesse caso, os *stakeholders*. Segundo Freeman (1997), *stakeholders* são representados por indivíduos e grupos que podem afetar ou ser afetados pela organização e que têm direito legitimado sobre ela. Oswald e Cruz (2009) explicitam que a sustentabilidade do desempenho da empresa requer o desenvolvimento de táticas e políticas que procurem estimular e facilitar o diálogo e a participação ativa dos seus *stakeholders*, para, assim, responder da melhor forma às expectativas desse segmento. Dessa forma, o *guidance* surge como resposta a essa necessidade imposta pelo ambiente institucional e pelos envolvidos no dia a dia das empresas.

Nesse cenário, supõe-se uma tendência de aumento do número de empresas brasileiras que, mesmo sem a obrigatoriedade legal, apresentam publicações sobre perspectivas de resultados como forma de manter e atrair investidores. Surge, assim, a prática da publicação de *guidance* – denominação atribuída à divulgação de resultados futuros – para reduzir o *gap* entre o real valor dos títulos mobiliários e a sua avaliação pelo mercado acionário.

O termo *guidance*, que significa divulgação das expectativas financeiras, deriva, então, do instrumento de orçamento que, em sua origem, destina-se ao uso da alta administração. É representado por um relatório voluntário que divulga, para os usuários externos, prognósticos trimestrais e/ou anuais sobre determinantes de valor corporativo, geralmente de empresas de capital aberto e com ações negociadas em bolsa (MAHONEY, 2008).

Destacam-se a viabilidade e a oportunidade de um estudo das práticas de evidencição das empresas, utilizando o *guidance* como instrumento de transparência, haja vista que a literatura brasileira sobre o tema ainda é incipiente. Com relação à difusão da temática na academia, o levantamento da literatura apontou a escassez de estudos nacionais até o momento. Dentre os estudos já realizados, destacam-se os de Anhalt (2007, 2008), Mahoney (2008) e Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013).

Associados aos benefícios decorrentes da publicação do *guidance*, há os riscos e custos inerentes ao processo de geração das informações e à sua disponibilização ao mercado. Dantas et al (2004) e Tapscott e Ticoll (2005) corroboram a informação de que o custo de abertura de uma informação também é um obstáculo à transparência. Assim, este estudo se propõe responder à seguinte questão de pesquisa: Quais fatores incentivam a publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa?

Nesse contexto, o estudo elege como objetivo geral investigar prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa, observando o atendimento ao Pronunciamento de Orientação nº 04/2008, do Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM). Para tanto, foram definidos os seguintes objetivos específicos: (i) caracterizar as empresas do Ibovespa que publicam *guidance*; (ii) identificar prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas; e (iii) verificar a conformidade dos *guidances* divulgados pelas empresas do Ibovespa em relação aos requisitos de divulgação estabelecidos pelo pronunciamento 04/2008 do CODIM, bem como seus enfoques predominantes.

Cabe ressaltar que, até o momento, o pronunciamento 04/2008 do CODIM – a título de recomendação ou orientação – é a única iniciativa, específica sobre o assunto, dos órgãos normatizadores e reguladores no Brasil no sentido de orientar ou auxiliar as empresas, com atuação nacional, a apresentar suas perspectivas de resultados. Em seguida, em termos de padronização na divulgação das informações, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por

meio da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, dispôs sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. O seu artigo 20 explicita que a divulgação de projeções e estimativas é facultativa. Entretanto, caso venha a ser feita, essas informações devem ser incluídas no Formulário de Referência (FR), que substituiu o tradicional Formulário de Informações Anuais (IAN).

Em termos práticos, a pesquisa se justifica pela crescente demanda dos investidores do mercado de capitais por informações e projeções das empresas, e, no contexto acadêmico, pelo fato de a temática, até o momento, ser pouco discutida em termos de produção acadêmica nacional, além da notória fase embrionária de pesquisas sobre o assunto. Vale salientar que, na medida em que este estudo amplia a discussão sobre o tema, os resultados desta pesquisa poderão servir como um panorama geral das empresas do Ibovespa no que tange aos fatores incentivadores da publicação de *guidance*, fazendo desencadear possibilidades de estudos futuros.

## 2. *Guidance*

Segundo Vergili (2008, p. 32), “a palavra inglesa *guidance* não encontra semelhante na língua portuguesa e sua tradução literal mais próxima seria ‘orientação’”. Para Belarmino (2008), *guidance* é o nome utilizado internacionalmente para a divulgação de expectativas financeiras. Na mesma direção, Mahoney (2008, p. 26) afirma que “*guidance* é uma previsão de determinados resultados financeiros, ou números, pela empresa que o fornece”, e explica que o “*guidance* também pode incluir projeções de receitas, fluxos de caixa, margens de lucros, e expectativa, envolvendo dispêndios de capital e outros determinantes de valor para a empresa”.

No que se referem especificamente as projeções dos fluxos de caixa, Cunha, Martins e Assaf Neto (2012, p. 22) consideram que as principais variáveis envolvidas nessas projeções “podem possuir limitações se aplicadas para determinação do valor de empresas inseridas em ambientes econômicos emergentes e daquelas com características diferentes de tamanho, maturação, setor de atividade ou regulação”.

De acordo com o CODIM, por meio do pronunciamento 04/2008, que dispõe acerca das melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia, “nos mercados financeiro e de capitais norte-americanos, a palavra *guidance* é usada como uma abreviação para *earnings guidance*, que consiste em orientação sobre o resultado financeiro, muitas vezes divulgada através do indicador *earnings per share* (lucro por ação).”

A prática do *guidance* tem origem nos EUA. Até os anos 1970 e início da década de 1980, quase nenhuma empresa oferecia orientações sobre os seus resultados financeiros. Entretanto, em 1999 e 2000, o *guidance* passou a ser uma prática comum, tendo como inspiração uma tendência de a cada trimestre reunir analistas e principais acionistas de várias organizações. Aos poucos, o *guidance* se expandiu na mesma intensidade que a crescente forma de comunicação das empresas (MAHONEY, 2008).

O efeito da difusão do *guidance* foi objeto de estudo realizado por Anilowski, Feng e Skinner (2006), que avaliaram se o conjunto dos prognósticos de resultados individuais das empresas poderia afetar o retorno do mercado como um todo. Embora tenham identificado uma correlação positiva entre os resultados prognosticados pelos *guidances* e os índices de mercado nos EUA, os autores se eximiram de apontar qualquer relação de causalidade.

Já a prática do *guidance* no Brasil, segundo Cabral (2007), teve início em outubro de 2000, por meio de uma regulamentação que definiu a obrigatoriedade de se divulgar informações iguais para todos os investidores. O autor comenta que empresas de capital aberto, como Bradesco, Gol e Cemig, utilizam o *guidance*.

Macedo Neto, H.; Vasconcelos, A. C.; De Luca, M. M. M.; Figueirêdo Jr., H. S.

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. Segundo Almeida e Figueirêdo Júnior (2011 p. 5), as “transformações no ambiente de negócios têm feito com que a transparência se revele fundamental para a reputação e para o sucesso das empresas” (ALMEIDA; FIGUEIRÊDO JÚNIOR, 2011, p. 1).

Para Belarmino (2008), o *guidance* é visto por empresários brasileiros como um largo passo rumo à maior transparência, e a transparência trazida pelos *guidances* vai além das fronteiras econômicas e financeiras, chegando à questão da sustentabilidade. Gonzalez (2007), por sua vez, recomenda que se publiquem todos os dados econômico-financeiros e de mercado, além dos dados socioambientais, pois todos integram as diretrizes de sustentabilidade que a empresa acredita afetar seu negócio. Diante da relevância do tema, Conceição, Dourado e Silva (2012) declaram que o processo de comunicação acerca de sustentabilidade empresarial, responsabilidade social corporativa e divulgação socioambiental tem sido objeto de diversos estudos que buscam investigar o conjunto de práticas adotadas pelas companhias e os fenômenos subjacentes a essa comunicação.

Nesse sentido, o pronunciamento 04/2008, do CODIM, dispõe que o *guidance* deve ser compreendido como “qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa ou qualitativa, fornecida pela companhia sobre seu desempenho futuro”.

Cabe ressaltar que o pronunciamento do CODIM orienta e auxilia as empresas, com atuação nacional, a apresentarem suas perspectivas de resultados. Em seguida, em termos de padronização na divulgação das informações, a CVM, por meio da Instrução CVM nº 480, versa sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Seu artigo 20 explicita que a divulgação de projeções e estimativas é facultativa, mas que no caso de vir a ser implementada, as informações devem ser incluídas no Formulário de Referência.

Destaca-se ainda que o pronunciamento do CODIM dispõe como deve ser a política da publicação, além da equidade utilizada para o seu uso. Dentre os pontos abordados na norma, sobressaem: frequência de publicação, tipo de *guidance*, se qualitativo ou quantitativo, período da previsão, e se há restrições a períodos de uso, como, por exemplo, antes da publicação de demonstrações obrigatórias.

Sobre a forma e consistência, o pronunciamento esclarece que o *guidance* deve conter os parâmetros utilizados nas previsões, as premissas que o originaram, como, por exemplo, as questões macroeconômicas, regulatórias e setoriais de cada companhia, além de um alerta para os usuários, de que os resultados obtidos pela companhia podem ser diferentes dos previstos e/ou esperados pelo relatório.

Quanto às datas das publicações, o pronunciamento orienta que o *guidance* deve ser apresentado junto às demonstrações financeiras trimestrais e que deve haver um confronto entre os resultados realizados e os valores projetados. Contudo, o pronunciamento ressalva que, objetivando o longo prazo, as companhias deverão publicá-lo, sempre que possível, com uma periodicidade de 12 meses.

Mahoney (2008) e Anhalt (2008) advertem que além da periodicidade da publicação do *guidance*, o seu conteúdo vem mudando com o passar dos anos. No início, a principal informação era o lucro por ação. Atualmente é comum encontrar projeções sobre receitas, margens financeiras, variação de despesas etc.

Apesar de o *guidance* fazer parte de um movimento em relação à transparência, ainda há controvérsias quanto aos seus benefícios. Em princípio, há diversas vantagens associadas à divulgação do *guidance*, como, por exemplo, redução da assimetria informacional e maior confiança e aproximação com os profissionais do mercado, já que estes possuem previsões das informações futuras da empresa. Para Hsieh, Koller e Rajan (2007, p. 10), os principais

benefícios do *guidance* são “menor volatilidade e maior valorização do preço das ações, bem como uma maior liquidez para esses papéis”. Como disponibiliza projeções com valores relacionados a seus indicadores de desempenho, ou mesmo com faixa de variação que contemple as mudanças previstas, a empresa mantém o mercado alinhado com a realidade, o que aumenta a transparência e reduz a volatilidade das ações, a percepção de risco dos investidores e o custo de capital (HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010). Segundo Anhalt (2007, p. 33), dentre as vantagens da publicação do *guidance*, destacam-se: “menor volatilidade no preço das ações, maior confiança e aproximação do mercado, ação mais próxima do preço justo, redução do custo do capital e alinhamento de projeções”.

Entretanto, estudo de Hsieh, Koller e Rajan (2006) revelou que o único efeito positivo da publicação de *guidances* trimestrais é a maior liquidez das ações quando a empresa começa a divulgá-los, porém não encontrou evidência de que reduz a volatilidade das ações, nem tampouco de que aumenta o valor da empresa e o retorno aos acionistas; apesar dos gastos com a divulgação do relatório. O estudo sugere que a comunicação das empresas deve dar ênfase à divulgação de direcionadores de valor e de metas de longo prazo.

Em pesquisa com empresas americanas que deixaram de fornecer *guidance* trimestral, Houston, Lev e Tucker (2010) verificaram que essa decisão deveu-se a fatores como os baixos lucros, passados ou previstos, a mudança de gestão e a dificuldade de atingir ou superar as previsões dos analistas. E, ao contrário do que seria de se esperar, as empresas que deixaram de fornecer o relatório de *guidance* não aumentaram seus investimentos em pesquisa e desenvolvimento, nem passaram a utilizar outros meios de divulgação de prognósticos.

Na verdade, a medida mais sensata seria equilibrar a abertura de informações ao mercado de acordo com o grau de conforto, com a maior precisão possível. Como não são obrigadas a divulgar *guidance*, as companhias têm liberdade para decidir se é conveniente implementar essa prática e qual grau de abertura adotar. Anhalt (2008) sugere as seguintes orientações para a empresa que decide adotar a prática: (i) esforço para aumentar ao máximo a confiabilidade das projeções, o que requer alto grau de organização interna e capacidade de planejamento; (ii) melhoria da sintonia sobre o que acontece no seu setor de atividade; e (iii) avaliação das consequências prováveis da divulgação de certos indicadores.

Anhalt (2008) observa ainda que se faz necessário medir o impacto do uso do *guidance* sobre os negócios da empresa, devendo-se, por exemplo, avaliar as consequências da divulgação de preços diante dos concorrentes, clientes e fornecedores. Para Leuz e Wysocki (2008), o ônus com o maior impacto negativo sobre a evidenciação é o custo de propriedade, ou seja, o custo em que a companhia incorre devido à divulgação de informações que podem ser utilizadas por outras partes, como, por exemplo, os concorrentes.

Contudo, a ameaça de competição nem sempre faz a companhia desistir de divulgar quaisquer informações. Para Leuz e Wysocki (2008), em certos casos, as empresas divulgam informações com o objetivo de impedir a entrada de novos competidores. Por exemplo, a divulgação do sucesso de um projeto pode fornecer informações para outras companhias acerca das suas chances de sucesso (ou fracasso) com projetos similares. Em geral, as desvantagens apontadas por especialistas são focadas nos custos reais para elaborar e publicar o relatório. Eles afirmam que o tempo dos profissionais que elaboram a publicação é muito valioso para ser utilizado fazendo projeções que podem ou não se concretizar (ANHALT, 2007; HSIEH; KOLLER; RAJAN, 2007).

A questão, no entanto, não é apenas saber se as empresas devem ou não publicar *guidance*, mas o que publicar, como publicar e com que frequência, levando em conta ainda os custos associados à evidenciação. Como não há um modelo de *guidance*, cada empresa deve buscar aquele que combine melhor com sua situação, com o seu setor e o cenário macroeconômico, tentando extrair os benefícios que esse instrumento é capaz de gerar.

Para Anhalt (2008, p. 32), “projeções mal feitas influenciam negativamente as cotações das ações, produzem fissuras na credibilidade da companhia e abrem o flanco para a responsabilização legal dos administradores”. Segundo o autor, se não for confortável para a empresa definir um número fixo para o resultado, pode ser apresentada uma faixa de variação. A opção pelo intervalo de valores possibilita maior segurança de confirmação da projeção e reduz o risco de erro.

Libby, Tan e Hunton (2006) avaliaram o efeito do erro de *guidance* (diferença entre o valor previsto e o valor realizado) na previsão dos analistas que acompanhavam as empresas, utilizando relatórios de *guidance* que publicavam expectativas de resultados financeiros na forma de faixas de valores estreitas, faixas de valores largas e valores específicos (sem faixas). Os autores identificaram que, em suas previsões, os analistas tendem a compensar os erros históricos de *guidance*, de maneira que, assim, nos casos de empresas habituadas a prognosticar resultados superestimados, seus prognósticos são rebaixados pelos analistas, e vice-versa.

Em estudo mais recente, Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) buscaram conhecer as características dessa prática entre as 100 maiores companhias brasileiras em valor de mercado e constataram que, no que se refere à divulgação da análise das projeções relacionadas a períodos anteriores, 60,7% das projeções divulgadas não foram alcançadas, tendo como principais justificativas para os desvios encontrados, no âmbito interno, as mudanças nas estratégias das empresas e, no âmbito externo, a crise econômica internacional de 2008 e suas consequências. Em linhas gerais, os resultados do estudo sugerem que “a maioria das grandes empresas brasileiras analisadas não adere à prática do *guidance*, em contraste com pesquisas anteriores nos cenários brasileiro e dos EUA” (BRANDÃO; DE LUCA; VASCONCELOS, 2013, p. 1).

É importante salientar que essa prática deve ser utilizada com responsabilidade e critério, pois, caso contrário, a credibilidade e a imagem, tanto dos executivos como da própria empresa, pode ficar comprometida, algumas vezes de forma irreparável (ANHALT, 2008). Segundo Anhalt (2008, p. 30), “a regra de ouro é ser consistente com as metas divulgadas. A projeção não deve ficar nem muito acima nem muito abaixo da realidade. Não se podem frustrar expectativas, sob pena de desgaste de imagem e de perda de credibilidade”.

Devido à importância dos estudos já realizados sobre *guidance* (CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2005; LIBBY; TAN; HUNTON, 2006; MAHONEY, 2008; ANHALT, 2008; HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010), tanto para o ambiente acadêmico como para o empresarial, e levando-se em conta que o seu uso aproxima a realidade das empresas com os *stakeholders*, devendo, porém, revestir-se de prudência, de modo a não gerar expectativas indevidas (CODIM, 2008), este estudo se justifica na medida em que contribui para o avanço do conhecimento sobre o tema, ao tempo em que analisa o uso do *guidance* pelas empresas componentes do Ibovespa. O Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho das cotações do mercado acionário, atribuindo-se sua relevância ao fato de o índice retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBovespa (BM&FBOVESPA, 2011).

### 3. Metodologia

A investigação do problema deste estudo – prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa e a conformidade dos *guidances* em relação ao Pronunciamento de Orientação nº 04/2008 do CODIM – foi caracterizada como pesquisa exploratória, já que circunda em uma área em que há pouco conhecimento sistematizado. Destaca-se ainda que o estudo tem natureza qualitativa, já que, segundo Richardson (1999), esse tipo de pesquisa caracteriza-se pelo não-emprego de instrumental

Fatores Incentivadores da Publicação de Guidance pelas Empresas do Ibovespa e sua Conformidade com o...

estatístico no processo de análise de um problema.

O universo deste estudo engloba as 62 empresas componentes da carteira do Índice Bovespa (Ibovespa) no último quadrimestre de 2011, levando em conta que ali estão presentes as principais empresas e transações do mercado acionário brasileiro.

Em relação aos procedimentos, adotou-se a pesquisa documental, utilizando como fonte de dados os Formulários de Referência do exercício social de 2009, com projeções para 2010 disponíveis no *website* da CVM e coletados no período de setembro a outubro de 2011. Para a definição da amostra, foi considerada como principal parâmetro a acessibilidade aos relatórios *guidance* das empresas. Após a análise dos Formulários de Referência das 62 empresas, foi possível constatar a publicação de *guidances* por 26 delas, ou seja, 41,9% da carteira teórica do Ibovespa na posição de 26/09/2011.

A partir da análise da representatividade da amostra no que tange à participação individual na composição total do índice Ibovespa, apurada para a abertura do dia 26/09/2011, a participação da amostra da pesquisa sobe para 48,6% da carteira teórica do Ibovespa, conforme exibido na Tabela 1.

**Tabela 1 – Amostra da pesquisa e sua representatividade em relação à composição total do Ibovespa na posição de 26/09/2011**

Empresa (Razão Social)	Participação no Ibovespa (%)	Empresa (Razão Social)	Participação no Ibovespa (%)
ALL América Latina Logística S. A.	0,892	Embraer S. A.	0,619
Banco Bradesco S. A.	3,723	Fibria Celulose S. A.	1,022
Banco do Brasil S. A.	2,985	Gafisa S. A.	1,535
BM&FBovespa S. A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros	3,283	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S. A.	0,817
BR Malls Participações S. A.	0,794	Hypermarcas S. A.	1,273
Brookfield Incorporações S. A.	0,702	Marfrig Alimentos S. A.	0,647
Companhia de Bebidas das Américas –	1,245	MRV Engenharia e Participações S. A.	1,507
Companhia Brasileira de Distribuição	0,975	Natura Cosméticos S. A.	0,91
Companhia Energética de Minas Gerais	0,964	OGX Petróleo e Gás Participações S. A.	5,426
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo	0,291	PDG Realty S. A. Empreendimentos e Participações	2,312
CPFL Energia S. A.	0,386	Petróleo Brasileiro S. A.	12,742
Cyrela Brazil Realty S. A. Empreendimentos e Participações	1,751	Tam S. A.	0,48
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S. A.	0,711	Tim Participações S. A.	1,052

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de BM&FBovespa (2011).

Uma vez definida a amostra da pesquisa, segue-se a extração das informações dos *guidances* e o estabelecimento de padrões de comparabilidade, por meio da análise de conteúdo, conforme citado nos objetivos específicos. Bardin (1979) define a análise de conteúdo como um conjunto de técnicas de análise de comunicações, visando obter, por meio de procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores que possibilitem inferir conhecimentos relativos às condições de produção/recepção dessas mensagens.

Em relação ao terceiro objetivo específico, referente ao atendimento dos requisitos de divulgação estabelecidos pelo pronunciamento 04/2008 do CODIM, foram consideradas três modalidades de enquadramento: Análise ambiental – item 3.B do pronunciamento; Advertência aos usuários – item 3.C; e Confronto entre realizado e projetado – item 4.A. Cabe esclarecer que, muito embora o pronunciamento 04/2008 relacione diversos fatores a serem seguidos quando da emissão de *guidances*, a pesquisa entendeu que os três itens selecionados abrangem os principais pontos desse tipo de comunicação com o mercado. Em conformidade com o pronunciamento, foi considerado atendimento ao quesito Análise ambiental quando as empresas realizaram suas projeções, obrigatoriamente, considerando variáveis externas e internas. Já o atendimento do quesito Advertência aos usuários foi considerado atingido quando as organizações evidenciaram que as projeções podem não vir a se concretizar. É importante salientar que essa advertência deveria estar incluída no item 11 do Formulário de Referência. Com relação ao Confronto entre realizado e projetado, as empresas que atenderam a esse quesito, além de realizar o confronto, deveriam também explicitar as razões de algumas projeções não terem sido alcançadas.

Por fim, tendo em vista a consecução do terceiro objetivo específico, que trata dos enfoques predominantes dos *guidances* publicados pelas empresas do Ibovespa, estabeleceram-se padrões para fins de comparabilidade. Para tanto, e devido à ausência de nomenclaturas predefinidas na norma do CODIM e na literatura consultada, consideraram-se os enfoques *guidance* de resultados, *guidance* estratégico e *guidance* de investimentos, brevemente descritos adiante.

Classificou-se como *guidance* de resultados (financeiro) aquele que apresenta informações relacionadas com a Demonstração de Resultado do Exercício, projeções sobre vendas, custos, despesas, lucro e outros itens igualmente importantes. Foram classificados como *guidance* estratégico (operacional) os documentos que apresentam projeções e estimativas sobre a operação propriamente dita da empresa, como, por exemplo, participação de mercado, composição de carteira de clientes, número de lojas – sem especificar valores –, quantidade a ser produzida e quantidade de novos produtos a serem lançados no mercado. Como *guidance* de investimentos (financeiro expandido), foram classificados os documentos que apresentam projeções sobre gastos com planta produtiva ou aumento de ativo fixo. Exemplos desse tipo de *guidance* são gastos com abertura de novas filiais, construção de fábricas, compra de equipamentos e pesquisa e desenvolvimento.

## **4. Análise dos Resultados**

### **4.1 Caracterização das empresas que publicam *guidance***

A Tabela 2 apresenta os dados extraídos dos Formulários de Referência das empresas, publicados em 2010. A Receita Líquida e o Resultado Líquido foram obtidos no item 3.1 – Informações Financeiras – do Formulário de Referência. As datas de criação das empresas, bem como as de registro na CVM, foram obtidas nos itens 6.1 – Constituição do emissor e 6.4 – Data de registro na CVM. Informações sobre quantidade de funcionários e valor do capital social das empresas foram obtidas nos itens 14.1 – Descrição dos recursos humanos – e 17.1 – Informações sobre o capital social.

**Tabela 2 – Caracterização da amostra das empresas que publicaram *guidance* (2010)**

<b>Empresa (Razão Social)</b>	<b>Receita Líquida (Em R\$ Milhões )</b>	<b>Resultado Líquido (Em R\$ Milhões)</b>	<b>Capital Social (Em R\$ Milhões)</b>	<b>Data de Criação</b>	<b>Data de Registro na CVM</b>	<b>Nº de Funcionários</b>
ALL América Latina Logística S. A.	2.471,66	31,65	3.445,87	30/09/97	02/07/98	4.815
Banco Bradesco S. A.	100.864,49	8.012,28	28.500,00	05/01/43	20/07/77	85.548
Banco do Brasil S. A.	65.729,00	10.148,00	33.035,18	12/10/08	20/07/77	103.971
BM&FBovespa S. A	1.502,54	881,05	2.540,24	14/12/07	12/08/08	1.136
BR Malls Participações S. A.	392,58	1.095,09	2.561,20	26/05/04	04/01/06	127
Brookfield Incorporações S. A.	1.812,01	201,89	1.962,49	21/11/05	11/09/06	3.838
Cia. de Bebidas das Américas	23.194,00	5.986,10	7.367,40	14/09/88	17/12/98	17.752
Cia. Brasileira de Distribuição	23.254,18	591,58	6.106,43	10/11/81	04/04/95	70.718
Cia. Energética de Minas Gerais	11.705,08	1.861,40	3.412,07	22/05/52	30/06/71	9.746
Cia. de Saneam. Básico do Est. de SP	6.730,50	1.373,90	6.203,70	06/09/73	27/06/94	15.103
CPFL Energia S. A.	10.565,98	1.286,47	4.741,18	20/03/98	18/05/00	7.450
Cyrela Brazil Realty S. A.	4.087,83	729,35	2.582,56	01/12/93	07/07/94	946
Eletropaulo Metrop. Eletr. de SP S. A.	8.049,90	1.063,20	1.057,63	08/09/71	19/08/93	4.360
Embraer S. A.	10.812,75	894,59	4.789,62	08/09/05	23/05/06	16.853
Fibria Celulose S. A.	5.999,61	558,05	7.587,14	25/07/41	02/06/86	2.843
Gafisa S. A.	3.022,35	213,54	2.718,46	12/11/96	21/02/97	905
Gol Linhas Aéreas Intel. S. A.	5.992,69	858,47	2.314,33	12/03/04	09/06/04	17.963
Hypermarcas S. A.	2.025,27	313,37	3.168,19	01/12/01	16/04/08	6.672
Marfrig Alimentos S. A.	9.615,74	679,08	4.061,48	06/09/00	18/06/07	46.984
MRV Engenharia e Participações S. A.	1.647,58	347,42	1.917,92	31/05/06	13/07/07	5.498
Natura Cosméticos S. A.	4.242,06	683,92	409,78	28/08/69	21/05/04	6.260
OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	-	10,83	9.038,43	10/04/06	19/07/06	131
PDG Realty S. A. Empreend. e Partic.	1.983,82	338,13	4.810,10	17/11/98	23/01/07	2.050
Petróleo Brasileiro S. A.	182.710,06	28.981,71	85.108,54	03/10/53	20/07/77	76.919
Tam S. A.	9.900,32	1.342,54	675,50	12/05/07	08/08/97	24.348
Tim Participações S. A.	13.105,94	214,89	8.149,00	22/05/98	19/08/98	9.217

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 2, 24 empresas (92,3%) obtiveram Receita líquida superior a R\$ 1 bilhão e Resultado líquido acima de R\$ 200 milhões, registrando Capital social superior a R\$ 1 milhão, mais de cinco anos de constituição, mais de quatro anos de registro na CVM e mais de 900 empregados.

#### **4.2 Prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas**

Com base nos argumentos oferecidos na literatura, e fundamentados na Teoria Institucional e na Teoria dos Stakeholders, são apresentados os resultados da investigação sobre os prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas, em termos de: (a) ambiente institucional: segmento de listagem na BM&FBovespa e listagem de ações em bolsas estrangeiras (disponibilização dos títulos mobiliários em mercados estrangeiros); e (b) *stakeholders*: fornecedores (endividamento), empregados (política de remuneração) e investidores (percentual de ações *free float* – pulverização do capital social).

##### **a) Ambiente institucional**

Macedo Neto, H.; Vasconcelos, A. C.; De Luca, M. M. M.; Figueirêdo Jr., H. S.

Relativamente ao ambiente institucional, destaca-se a influência do ambiente sobre as organizações, no que tange ao isomorfismo institucional do tipo coercitivo. Assim, procura-se relacionar a publicação dos *guidances* pelas empresas listadas no Ibovespa com algum tipo de coerção feita pelo ambiente em que atuam; no caso, o segmento de listagem na BM&FBovespa e a listagem de ações em bolsas estrangeiras.

A Tabela 3 mostra a classificação das empresas do Ibovespa que publicaram *guidance* no ano de 2010, distribuídas por segmento de listagem na BM&FBovespa.

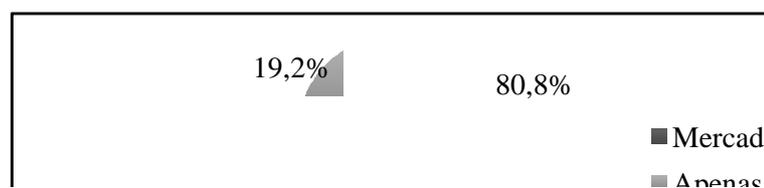
**Tabela 3 – Empresas que publicaram *guidance* por segmento de listagem na BM&FBovespa**

Segmento de Listagem na BM&FBovespa	Total de Empresas do Ibovespa	Nº de Empresas que publicaram <i>guidance</i>	Proporção de Empresas que publicaram <i>guidance</i> , por segmento (%)
Novo Mercado	34	18	52,9
Nível 2	4	3	75,0
Nível 1	15	3	20,0
Outras	9	2	22,2
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>26</b>	<b>41,9</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3, observa-se que a proporção de empresas pertencentes aos dois mais elevados níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado e Nível 2) que publicaram *guidance* soma mais do que o dobro da proporção alcançada pelos dois outros grupos (Nível 1 e Outras). 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 elevados, as empresas tendem a publicar *guidance*. Isso sugere que esse ambiente incentiva as empresas a se diferenciar perante a concorrência. Esses achados corroboram os resultados de Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) que ao buscarem conhecer as características do *guidance* entre as maiores companhias abertas brasileiras observaram que 44,8% das empresas evidenciam projeções e que a prática do *guidance* é mais comum entre as empresas listadas no segmento Novo Mercado. Por sua vez, divergem da constatação dos autores que as empresas que não participam de nenhum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 2, Nível 1 e Novo Mercado) aparecem em segunda posição no que se refere à prática do *guidance*.

Conjectura-se, também, que as empresas tendem a publicar *guidance* na medida em que possuem títulos mobiliários negociados em bolsas estrangeiras. Para tanto, foi considerado o item 18.7 (Informação sobre classe e espécie de valor mobiliário admitida à negociação em mercados estrangeiros) do Formulário de Referência. A Figura 1 demonstra essa participação.



**Figura 1 – Participação das empresas que publicaram *guidance* nos mercados estrangeiro e nacional**

Fonte: Dados da pesquisa.

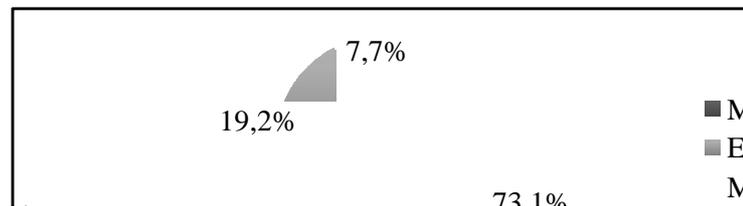
Na Figura 1, nota-se que é expressiva a participação das empresas em mercados acionários estrangeiros. Dessa forma, pode-se supor que a negociação de títulos mobiliários

em mercados estrangeiros também estimula a publicação de *guidance* pelas empresas investigadas.

b) *Stakeholders*

Sobre esse aspecto, analisou-se a possível relação entre os participantes do ambiente na decisão da publicação de *guidance* pela empresa. Para tanto, foram considerados diferentes grupos de interesse: fornecedores, empregados e investidores.

A primeira análise investigou a relação entre fornecedores e as empresas, e, para tanto, utilizou-se o item 3.7 (Nível de endividamento) do Formulário de Referência. Esse índice aponta a proporção de capital de terceiros em relação ao patrimônio líquido (capital próprio), evidenciando a dependência da organização em relação aos acionistas. Assim, supõe-se que haja alguma relação de subordinação às pressões oriundas daqueles que financiam as organizações, na medida em que as empresas dependam de recursos externos. A Figura 2 agrupa as empresas de acordo com os respectivos índices de endividamento.

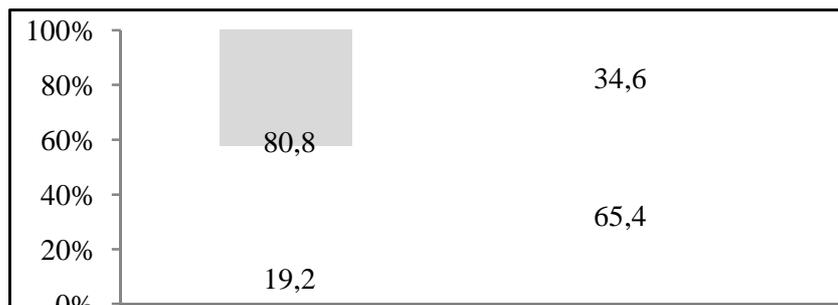


**Figura 2 – Índices de endividamento das empresas que publicam *guidance***

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 2, verifica-se que 73,1% das empresas apresentaram índice de endividamento superior a 1. Isso significa que as empresas possuem capital externo em valor superior ao montante investido pelos sócios, ou seja, capital interno. Quando se analisam as empresas pela ótica do índice de endividamento superior a 0,5 a proporção se eleva para 92,3%. Dessa forma, pode-se supor que os fornecedores motivam a emissão de relatórios que contenham dados sobre os resultados futuros das empresas.

A segunda análise dos *stakeholders* levou em conta a influência dos colaboradores sobre a emissão de *guidance* para atender aos seus interesses. Considerou-se como interesse por parte dos colaboradores a remuneração com base no lucro (resultado econômico) das empresas, seja por meio de *stock options* (pagamento baseado em ações) ou de participação direta nos lucros. Para tanto, foi utilizado o item 14.3 (Descrição da política de remuneração dos empregados) do Formulário de Referência, levando em conta as duas modalidades de remuneração variável: *stock options* e participação nos lucros. A Figura 3 apresenta a composição das empresas da amostra, especificando a proporção daquelas que adotam apenas uma das duas políticas de remuneração e a daquelas que adotam ambas.

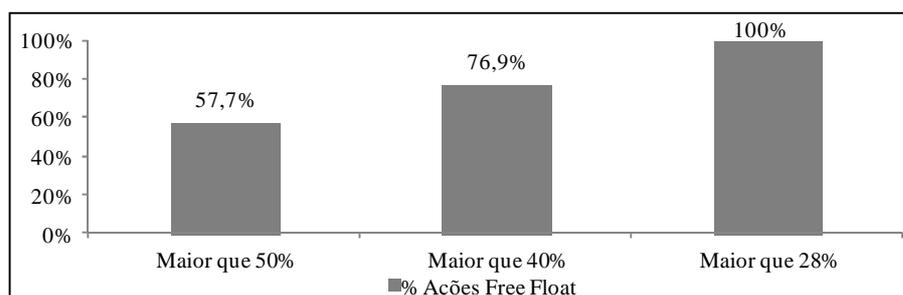


**Figura 3 – Política de remuneração das empresas que publicam *guidance***

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 3, percebe-se que 76,9% das empresas pesquisadas praticam alguma das duas modalidades de remuneração baseada no resultado da empresa. Pela expressividade da proporção assinalada, supõe-se que haja alguma forma de incentivo dos colaboradores para que as empresas publiquem *guidance*.

A terceira análise considerou a Teoria dos Stakeholders, sendo feita pela ótica de investidores externos, representada pelo percentual de ações *free float* (ações que não estão em poder dos controladores da companhia). Para a construção desse cenário, foi utilizado o item 15.3 – Distribuição de capital. A Figura 4 agrupa as empresas de acordo com as correspondentes proporções de ações *free float*.



**Figura 4 – Proporção de ações *free float* das empresas que publicam *guidance***

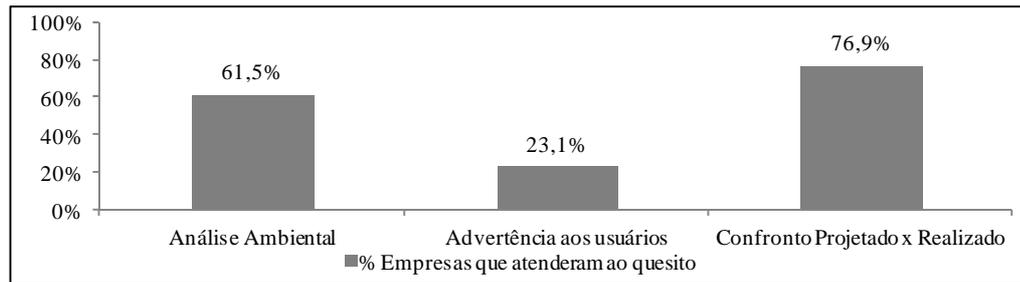
Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se que em 57,7% das empresas o teórico controle acionário não se encontra em poder dos controladores da empresa, sendo de 28% a proporção mínima de ações *free float*. Dessa forma, pode-se conjecturar que as empresas apresentem motivação para fornecer projeções aos acionistas, investidores, que não atuam ou exercem funções na companhia.

Levando em conta a representatividade dos valores apontados em todas as análises realizadas, supõe-se que haja incentivo (ou pressão), tanto do ambiente institucional (segmentos de listagem na BM&FBovespa e participação em mercados acionários estrangeiros) quanto dos *stakeholders* (fornecedores, colaboradores e investidores), sobre as empresas, para que publiquem perspectivas de resultados futuros sobre suas atividades. Tais resultados podem ser reforçados pela literatura que afirma que a publicação de *guidance* aumenta a transparência, mantendo o mercado – com todos os seus agentes – alinhado, e mais próximo, à realidade da empresa (HSIEH; KOLLER; RAJAN, 2007; ANHALT, 2007; HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010).

#### **4.3 Atendimento dos *guidances* publicados ao Pronunciamento n° 04/2008 do CODIM e enfoques predominantes nos relatórios**

Considera-se importante que, além de publicar perspectivas ou estimativas de resultados futuros, as empresas o façam de forma padronizada ou, no mínimo, de forma organizada, para que os usuários dessas informações possam tomar suas decisões de maneira segura e mais confiável. Assim, para o alcance do terceiro objetivo específico deste estudo, utilizou-se como parâmetro de análise o atendimento aos preceitos emitidos pelo pronunciamento 04/2008 do CODIM, levando em conta três quesitos: Análise ambiental, Advertência aos usuários e Confronto entre realizado e projetado (Figura 5).

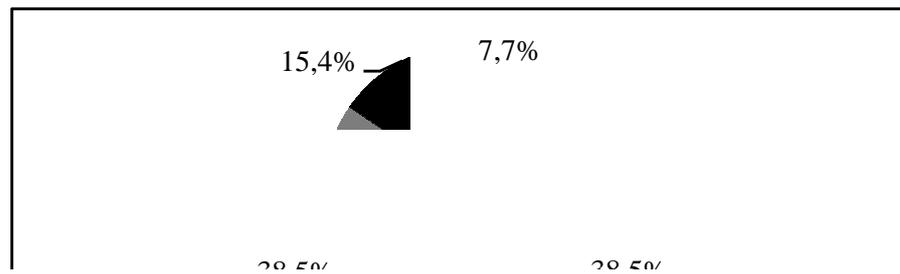


**Figura 5 – Empresas que publicaram *guidance* em conformidade com os quesitos Análise ambiental, Advertência aos usuários e Confronto entre realizado e projetado**

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 5 ilustra, em relação à Análise ambiental, que 61,5% das empresas o fizeram obedecendo aos preceitos do pronunciamento 04/2008 do CODIM. Já a Advertência aos usuários foi divulgada por 23,1% das empresas investigadas. No que tange ao Confronto entre realizado e projetado, 76,9% das empresas pesquisadas o fizeram. Quando se compara o resultado dos três quesitos, percebe-se uma grande diferença entre os valores, podendo-se inferir, com base na análise realizada nesta pesquisa, que os *guidances* publicados pelas empresas não obedecem, ou seguem, de forma satisfatória, os requisitos estabelecidos no pronunciamento 04/2008.

A Figura 6 exibe as proporções de empresas que atenderam aos quesitos investigados simultaneamente.



**Figura 6 – Distribuição proporcional de empresas que atenderam aos quesitos Análise ambiental, Advertência aos usuários e Confronto entre realizado e projetado simultaneamente**

Fonte: Dados da pesquisa.

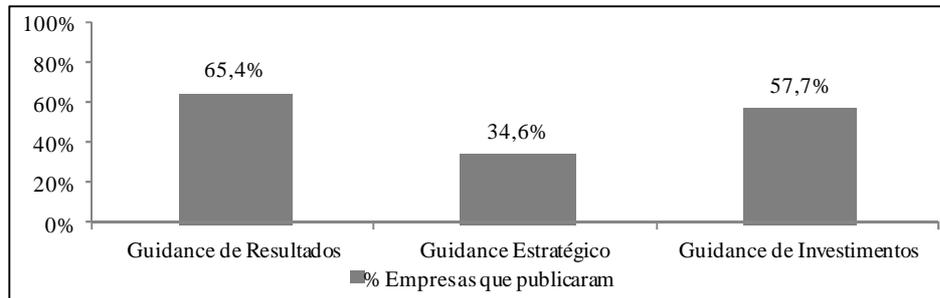
Os resultados obtidos quando se relacionam os três quesitos, revelam percentuais inferiores aos apontados na Figura 5. Apenas 15,4% das empresas pesquisadas atenderam ao mesmo tempo aos três quesitos propostos pelo pronunciamento 04/2008 do CODIM. Dois quesitos foram identificados em 38,5% das empresas, enquanto que 46,1% das empresas atenderam a apenas um ou a nenhum quesito.

Os percentuais evidenciados nas Figuras 5 e 6 revelam que os quesitos Análise ambiental, Advertência aos usuários e Confronto entre realizado e projetado, com base no pronunciamento 04/2008 do CODIM, não são plenamente atendidos pelas empresas pesquisadas.

Para a análise do enfoque dos *guidances* publicados pelas empresas do Ibovespa, consideraram-se os seguintes tipos de *guidance*: de resultados (financeiro), estratégico (operacional) e de investimentos (financeiro expandido).

A Figura 7 expõe a participação das empresas de acordo com o enfoque da publicação realizada nos relatórios. Vale salientar que a soma dos percentuais individuais é superior a

100%, isso devido ao fato de parte das empresas haver publicado mais de um enfoque de *guidance*.

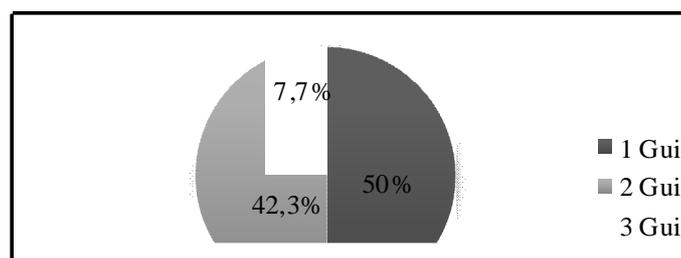


**Figura 7 – Proporção de empresas que publicaram *guidance* de acordo com o enfoque da publicação realizada**

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 7 evidencia que os enfoques predominantes nos relatórios de *guidance* publicados pelas empresas pesquisadas estão relacionados com os resultados e os investimentos, com 65,4% e 57,7%, respectivamente. O estudo de Almeida e Figueirêdo Junior (2011) também apontou ênfase na publicação de prognósticos relacionados aos investimentos nas empresas concessionárias de serviços de distribuição de gás natural no Brasil. Já o *guidance* estratégico (operacional) foi identificado em menor proporção (34,6%) nas empresas investigadas do presente estudo. Esses resultados sugerem que informações sobre lucros e investimentos em planta produtiva podem ser mais solicitadas pelo mercado. No que tange às características dos *guidances* publicados pelas maiores companhias abertas do Brasil, Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) constataram que as projeções evidenciadas possuem natureza predominantemente quantitativa, representadas por indicadores operacionais, dispostas em valores exatos, em unidade de tempo anual e com unidades diversas de mensuração, com perspectiva de curto prazo.

Por último, a Figura 8 apresenta a análise dos enfoques dos *guidances* publicados pelas empresas simultaneamente, ou seja, a análise de mais de um *guidance* publicado ao mesmo tempo pelas empresas.



**Figura 8 – Proporção de empresas que publicaram um ou mais de um tipo de *guidance***

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 8, verifica-se que, em 2010, metade das empresas da amostra publicou *guidance* com dois ou três enfoques simultaneamente, enquanto 50% publicaram apenas um tipo de *guidance*. Com base nesses dados, pode-se afirmar que as empresas pesquisadas procuram publicar tipos diversificados de informações sobre suas projeções e estimativas, visando alcançar maior número de usuários.

## 5. Considerações Finais

A presente pesquisa teve por objetivo investigar prováveis fatores incentivadores da publicação de *guidance* pelas empresas do Ibovespa, além de compreender os enfoques dos *guidances* publicados, analisando seu atendimento ao pronunciamento 04/2008 do CODIM.

Em linhas gerais, foi possível constatar que as empresas que compõem o Ibovespa e publicam *guidances* sofrem possíveis fatores relacionados ao ambiente institucional – segmentos de listagem da BM&FBovespa e listagem de ações em bolsas estrangeiras – e aos grupos de interesse – fornecedores, empregados e investidores. Esses resultados sugerem que as empresas pesquisadas fornecem informações sobre estimativas futuras para manter ou garantir sua legitimidade no mercado e perante seus *stakeholders*.

Com relação à caracterização das empresas do Ibovespa que publicam *guidance*, os resultados da pesquisa apontam que: (i) a maioria das empresas que publica *guidance* obtém faturamento acima de R\$ 1 bilhão; lucro superior a R\$ 200 milhões; conta mais de cinco anos de constituição, mais de quatro de registro na CVM e possui mais de 900 empregados; (ii) todos os fatores investigados relacionados ao ambiente institucional e aos *stakeholders* foram considerados incentivadores para que as empresas publiquem perspectivas de resultados futuros sobre suas atividades, conforme apregoado pela Teoria Institucional e pela Teoria dos Stakeholders.

Em termos pontuais, no que tange à influência do ambiente em que atuam as empresas pesquisadas sobre a publicação de estimativas de resultados, pode-se conjecturar que as empresas são motivadas a publicar *guidances* para se igualar a outras organizações nos mais altos segmentos de listagem da BMF&Bovespa, com destaque para as empresas do Nível 2 de governança corporativa e do Novo Mercado, e em mercados estrangeiros, pois quase a totalidade das empresas que fazem a publicação desse tipo de relatório possui valores mobiliários negociados em bolsas estrangeiras, corroborando os pressupostos da Teoria Institucional, sob o enfoque do isomorfismo coercitivo.

A influência dos *stakeholders* sobre as empresas que publicaram *guidance* foi verificada em todos os grupos de interesse investigados: i) fornecedores, levando em conta o nível de endividamento das empresas e sua dependência ao capital externo; ii) funcionários, pela quantidade de empresas que distribuem resultados baseados nos resultados; e iii) investidores, com base na proporção de ações *free float*, e o número obtido quando observado que na maioria das empresas que publica *guidances* o controle acionário, na teoria, fica fora dos limites das organizações.

Com relação ao atendimento das publicações ao pronunciamento 04/2008 do CODIM, constatou-se que por ocasião da divulgação desse tipo de relatório por meio do Formulário de Referência, as empresas não o fazem de maneira satisfatória, sendo incipiente o número de empresas que alertaram seus usuários, por exemplo, sobre as possibilidades de não confirmação das estimativas. No que diz respeito aos enfoques dos *guidances* publicados pelas empresas pesquisadas, os relatórios reuniram informações de diferentes perspectivas: Demonstração do Resultado do Exercício, destacando a lucratividade das empresas; estratégias, na sua maioria de expansão, sugerindo informações a investidores de longo prazo; e valores estimados sobre investimentos em planta produtiva, demonstrando sua solidez perante a concorrência.

Apesar das limitações deste estudo exploratório, pela natureza qualitativa, devido à limitação da amostra, esta pesquisa contribuiu para pôr em evidência o uso de um instrumento de transparência corporativa ainda pouco utilizado no país. Os resultados sinalizam que as empresas precisam despertar para a publicação periódica de projeções de resultados, imprescindíveis para o crescimento e disseminação do mercado acionário nacional. Entretanto, sua elaboração e publicação deve ser feita com ponderação e cuidado, pois tais informações podem embasar decisões envolvendo grandes volumes de recursos financeiros.

Macedo Neto, H.; Vasconcelos, A. C.; De Luca, M. M. M.; Figueirêdo Jr., H. S.

Como o relatório *guidance* ainda se encontra em fase de consolidação, havendo controvérsia quanto ao seu uso, com literatura reduzida e pouco conhecimento sistematizado no Brasil, sugere-se a realização de estudos futuros sobre o tema, ampliando-se a amostra e utilizando-se ferramentas estatísticas robustas.

## Referências

ALMEIDA, M. X.; FIGUEIRÊDO 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.

ANHALT, A. A. *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, v. 1-2, p. 36-63, 2006.

BACHMANN, R. K.; AZEVEDO, S. U.; CLEMENTE, A. Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago. 2012.

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: 15 mar. 2012.

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Índice Bovespa – Ibovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 21 set. 2011.

BRANDÃO, I. F., DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Características do *guidance* nas maiores empresas da BM&FBovespa. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – ANPCONT, 7., 2013. **Anais...** Fortaleza: Anpcont, 2013. CD-ROM.

CABRAL, E. IBRI inicia discussão sobre *guidance* no Brasil. **Revista Relações com Investidores – RI**, n. 110, p. 20-22, abr. 2007.

CHENG, M.; SUBRAMANYAM, K. R.; ZHANG, Y. **Earnings guidance and managerial myopia**. Working Paper, University of Southern California, 2005.

CODIM - Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. **Pronunciamento de orientação nº 04 – guidance**, de 17 de abril de 2008. Dispõe sobre melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia – guidance. Necessidade de padronização de divulgação, como forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e governança corporativa. Disponível em: <<http://www.CODIM.org.br/elaborados.asp>>. Acesso em: 21 set. 2011.

CONCEIÇÃO, S. H.; DOURADO, G. B.; SILVA, S. F. Global reporting initiative (GRI) – um estudo exploratório da prática de evidenciação em sustentabilidade empresarial na América Latina. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 3, p. 17-38, set./dez. 2012.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. A finalidade da avaliação de empresas, no Brasil, apresenta viés?: Evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 15-47, jul./set. 2012.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/InstrucaoCVM480.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2011.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Enanpad, 2004. CD-ROM.

DiMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, v. 48, n. 2, p. 147-160, 1983.

FONSECA, V.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Conversação entre abordagens da estratégia em organizações: escolha estratégica, cognição e instituição. **Organizações e Sociedade**, v. 9, n. 25, p. 93-109, 2002.

FREEMAN, R. E. A stakeholder theory of the modern corporation. In: BEAUCHAMP, T.; BOWIE, N. (Ed.). **Ethical theory and business**. 5th ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1997. p. 66-76.

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](http://www.mckinseyquarterly.com/The_misguided_practice_of_earnings_guidance_1759)>. Acesso em: 13 nov. 2012.

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

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research. **Social Science Research Network**, Mar., 2008. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1105398](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398)>. Acesso em: 26 out. 2012.

LIBBY, R.; TAN, H.; HUNTON, J. E. Does the form of management's earnings guidance affect analysts' earnings forecasts?. **The Accounting Review**, v. 81, n. 1, p. 207-225, 2006.

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

OSWALD, R.; CRUZ, H. A. A teoria dos *stakeholders*: um estudo das produções científicas nos EnANPADs de 2000 a 2008. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA – SEGET, 6., 2009, Resende/RJ. **Anais...** Resende: AEDB, 2009.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

SIQUEIRA, B. S.; MACEDO, M. A. S. Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 a 2005. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 1, n. 1, p. 28-41, 2º sem. 2006.

TAPSCOTT, D.; TICOLL, D. **A empresa transparente**. 1. ed. São Paulo: M. Books do Brasil Editora Ltda., 2005.

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