



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 10, n. 4, p. 106-127, out./dez., 2014

doi:10.4270/ruc.2014432

Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## CARACTERÍSTICAS DO GUIDANCE NAS MAIORES COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO DO BRASIL<sup>1</sup>

### GUIDANCE CHARACTERISTICS IN MAJOR PUBLIC COMPANIES IN BRAZIL

### CARACTERÍSTICAS DEL GUIDANCE EN LAS MAYORES COMPAÑÍAS ABIERTAS DE BRASIL

#### **Isac de Freitas Brandão**

Mestre em Administração e Controladoria (UFC)  
Endereço: Rua 24 de Maio, 178 – Centro  
CEP: 60.020-000 - Fortaleza – CE  
E-mail: [isacdefreitas@hotmail.com](mailto:isacdefreitas@hotmail.com)  
Telefone: (88) 9901-6178

#### **Márcia Martins Mendes De Luca**

Doutora em Controladoria e Contabilidade (USP)  
Professora na Universidade Federal do Ceará (UFC)  
Endereço: Av. da Universidade, 2431, Benfica  
CEP: 60.020-180 - Fortaleza - CE  
E-mail: [marciadeluca@ufc.br](mailto:marciadeluca@ufc.br)  
Telefone: (85) 8614-8899

#### **Alessandra Carvalho de Vasconcelos**

Doutora em Engenharia de Produção (UFSC)  
Professora na Universidade Federal do Ceará (UFC)  
Endereço: Av. da Universidade, 2431, Benfica  
CEP: 60.020-180 - Fortaleza - CE  
E-mail: [aivasconcelos.ufc@gmail.com](mailto:aivasconcelos.ufc@gmail.com)  
Telefone: (85) 9921-8876

#### **RESUMO**

O *guidance* consiste na prática empresarial de divulgação voluntária das projeções sobre o desempenho futuro. O presente estudo busca conhecer as principais características do *guidance* divulgado pelas companhias listadas na BM&FBovespa. Com base na Teoria Institucional e no *disclosure* voluntário, assumiu-se a hipótese de que o *guidance* evidenciado pelas empresas brasileiras sofre influências institucionais. Foram analisadas 96 das 100 maiores companhias de capital aberto brasileiras em valor de mercado no ano 2011, por meio de análise de conteúdo, estatística descritiva e testes de associação não paramétricos. Os resultados indicaram que

<sup>1</sup> Artigo recebido em 11.04.2014. Revisado por pares em 03.10.2014. Reformulado em 27.12.2014. Recomendado para publicação em 27.12.2014 por Carlos Eduardo Facin Lavarda. Publicado em 30.12.2014. Organização responsável pelo periódico: FURB.

44,8% das empresas evidenciam projeções, sendo que 38,5% também fazem análise das projeções referentes a períodos passados. Constatou-se, ainda, que a prática do *guidance* é mais comum entre as empresas listadas no segmento Novo Mercado e nos setores Construção e transporte e Consumo não cíclico. Os testes estatísticos indicam que as projeções evidenciadas possuem natureza predominantemente quantitativa, com periodicidade anual e voltada para o curto prazo. Os indicadores projetados são estimados em valor absoluto ou intervalar, tendo natureza diversa, com destaque para aspectos operacionais, econômico-financeiros e de investimentos. Esses resultados mostram que a prática do *guidance* ainda é pouco adotada pelas maiores companhias do Brasil, e que as projeções evidenciadas seguem um padrão específico, sugerindo a presença de isomorfismo.

**Palavras-chave:** *guidance*; *disclosure* voluntário; teoria institucional; companhias de capital aberto.

### **ABSTRACT**

*The guidance consists of a business practice of voluntary disclosure of projections about future performance. The present study aims at getting to know the main characteristics of the guidance which is released by companies listed on the BM&FBovespa. Based on Institutional Theory and voluntary disclosure, it has been assumed that the guidance evidenced by Brazilian companies receives institutional influences. The analysis comprehends 96 out of 100 major open Brazilian companies in terms of market value in the year 2011 and employs content analysis, descriptive analysis and non-parametric association tests. The results indicated that 44.8% of the companies evidence projections. 38.5% also assess projections referring to past periods. It has also been detected that the practice of guidance is more common among companies listed on the segment known as "Novo Mercado" and in the sectors of construction, transportation, and non-cyclical consumerism. The statistical tests indicate that the evidence projections are of predominantly quantitative nature, annual frequency, and focused of the short term. The projected indicators are estimated in absolute or interval value. They are of diverse nature with a highlight on operational, economic-financial and investment aspects. These results show that the practice of guidance is still scarcely adopted by major Brazilian listed companies, and that the evidenced projections follow a specific standard, which hints at the presence of isomorphism.*

**Keywords:** *guidance*; *voluntary disclosure*; *institutional theory*; *public companies*.

### **RESUMEN**

*El guidance consiste en la práctica empresarial de divulgación voluntaria de las proyecciones sobre el desempeño futuro. El presente estudio tiene por objetivo conocer las principales características del guidance divulgado por las compañías listadas en la BM&FBovespa. Con base en la Teoría Institucional y la divulgación voluntaria, se asumió la hipótesis de que el guidance evidenciado por las empresas brasileiras sufre influencias institucionales. Fueron analizadas 96 de las 100 más grandes compañías abiertas brasileiras en valor de mercado en el año 2011, por medio de análisis de contenido, estadística descriptiva y pruebas de asociación no paramétricas. Los resultados indicaron que 44.8% de las empresas evidencian proyecciones, siendo que 38.5% también hacen análisis de las proyecciones referentes a períodos pasados. Se constató incluso, que la práctica del guidance es más común entre las empresas listadas en el segmento Nuevo Mercado y en los sectores Construcción y Transporte y Consumo no cíclico. Las pruebas estadísticas indican que las proyecciones evidenciadas poseen naturaleza predominantemente cuantitativa, con periodicidad anual y orientada al corto plazo. Los indicadores proyectados son estimados en valor absoluto o intervalar, teniendo naturaleza diversa, con destaque en aspectos operacionales, económico-financieros y de inversiones. Estos resultados muestran que la práctica del guidance aún es poco adoptada*

*por las mayores compañías de Brasil, y que las proyecciones evidenciadas siguen un patrón específico, sugiriendo la presencia de isomorfismo.*

**Palabras clave:** *guidance; disclosure voluntario; teoría institucional; compañías abiertas.*

## 1 INTRODUÇÃO

Devido ao crescimento das companhias e ao distanciamento entre propriedade e gestão, exigiu-se mais transparência das práticas adotadas pela gestão, de maneira que as informações antes tidas como sigilosas, como as projeções gerenciais sobre o desempenho corporativo, passaram a ser divulgadas para o mercado (MAHONEY, 2008). A divulgação destas projeções, sobretudo relativos ao lucro por ação, originou-se nos Estados Unidos (MAHONEY, 2008), ficando conhecida como *guidance*, derivado do termo *earnings guidance* (projeções sobre resultado financeiro, em tradução livre). No Brasil, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM, 2008), em seu Pronunciamento de Orientação n. 4, definiu *guidance* como “qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa ou qualitativa, fornecida pela companhia, sobre seu desempenho futuro”; conceito mais amplo que se aproxima, na legislação dos EUA, de *forward-looking statements* (USA, 1995). Neste estudo utiliza-se a definição proposta pelo Codim (2008).

Embora bastante discutido na literatura estrangeira, ainda se conhece pouco sobre o nível de evidenciação de projeções pelas empresas e seus impactos no mercado brasileiro. Nesse sentido, destacam-se as pesquisas profissionais realizadas pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (Ibri), pelo Financial Investor Relations Brasil (Firb), ambas de 2007, sobre as características da prática do *guidance* nas empresas de capital aberto brasileiras, além das pesquisas acadêmicas de Brandão et al. (2013) e Mulinari et al. (2014), que tratam dos determinantes da prática do *guidance* nas companhias de capital aberto do Brasil.

Por meio da Instrução CVM n. 480/2009, que incluiu o Formulário de Referência entre os relatórios de divulgação obrigatória pelas companhias de capital aberto brasileiras, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinou que todos os emissores que divulguem projeções e estimativas devem evidenciar suas projeções no Formulário de Referência (CVM, 2009). Entretanto, a prática do *guidance* continua sendo facultada, e não padronizada, entre as companhias de capital aberto do Brasil, podendo haver os mais variados tipos de projeção: descritivas e quantitativas; monetárias, em percentuais e com outras unidades de medida; referentes ao nível de operação e a resultados econômico-financeiros; em faixas de valores e em valores absolutos; com alcance temporal trimestral e anual; e orientadas para o curto prazo e para o longo prazo (FIRB, 2007; IBRI, 2007). Os desvios evidenciados entre o planejado e o realizado e suas justificativas são outros fatores que carecem de análise. Para Hirst, Koonce e Venkataraman (2008), as características da previsão parecem ser o componente menos compreendido do *guidance*, em termos tanto de teoria como de pesquisa empírica, embora seja o componente sobre o qual os gestores têm mais controle.

A natureza voluntária da divulgação de projeções está relacionada ao *disclosure* voluntário, ação proativa da entidade, decorrente de incentivos recebidos pelos gestores para divulgar informações não obrigatórias (MAPURUNGA et al., 2011), oferecendo mais transparência da companhia perante os usuários da informação contábil (LIMA, 2007). Para a Teoria Institucional, a busca por legitimidade faz com que as empresas de um mesmo ambiente institucional se assemelhem entre si em suas estratégias (MEYER; ROWAN, 1977), dentre as quais podem ser incluídas as decisões acerca do *disclosure* voluntário. Dessa forma, após a decisão pela divulgação de informações sobre suas perspectivas, as empresas atuantes no mercado brasileiro tenderiam a divulgar *guidance* com características semelhantes, buscando a legitimidade da informação disponibilizada.

Nesse contexto, o presente estudo visa responder ao seguinte questionamento: Quais as características do *guidance* evidenciado pelas companhias de capital aberto do Brasil? Destarte, o seu objetivo geral consiste em analisar as características do *guidance* evidenciado pelas empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa). Neste estudo, entende-se por características do *guidance* os aspectos relacionados a forma de apresentação, unidade de mensuração, precisão da estimativa, unidade de tempo, perspectiva temporal, tipo de indicador e variável projetada. Destacam-se ainda os seguintes objetivos específicos: i) caracterizar as empresas da amostra por setor de atuação e por segmento de listagem, associando a prática do *guidance* a essas características; ii) verificar a existência de tendências isomórficas entre as projeções divulgadas pelas companhias analisadas; e iii) identificar eventuais desvios entre projeções e resultados, assim como as respectivas causas.

Para atingir esses objetivos, realizou-se uma pesquisa de natureza descritiva, com procedimento documental, adotando-se uma abordagem qualiquantitativa na coleta e no tratamento dos dados. A amostra inicial reuniu 96 das 100 maiores companhias listadas na BM&FBovespa em valor de mercado, sendo analisadas as informações extraídas dos Formulários de Referência disponibilizados no portal eletrônico da BM&FBovespa. Nesse conjunto de empresas, procurou-se verificar se o setor de atuação e a listagem em segmentos diferenciados de governança corporativa são fatores que motivam a prática do *guidance*. Num segundo momento, analisaram-se apenas as 43 empresas da amostra que fornecem informações prospectivas, sendo realizados testes de associação para se verificar a existência de características predominantes no *guidance* evidenciado.

O presente estudo se justifica pela importância de se conhecer os perfis das projeções evidenciadas pelas empresas brasileiras, haja vista que, apesar de facultativa, a prática do *guidance* contribui para mais transparência no mercado de capitais (HIRST; KOONCE; VENKATARAMAN, 2008; ATIASE; REES; TSE, 2010), reduzindo a assimetria informacional (LENNOX; PARK, 2006), além de influenciar positivamente o valor das ações (SKINNER, 1995; ANILOWSKI; FENG; SKINNER, 2007; CHOI et al., 2011; WANG; HUSSAINEY, 2013). O estudo verifica se aspectos do ambiente em que se encontram as empresas podem motivar os gestores a divulgar informações prospectivas, bem como identifica as principais características das informações prestadas. Outro fator que justifica este estudo é a incipiente literatura sobre o tema disponível no país, conhecendo-se pouco sobre a prática e as características das projeções evidenciadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa. O estudo trata ainda do *guidance* em uma visão mais ampla, incluindo projeções não financeiras, ótica pouco abordada na literatura estrangeira (BOZANIC; ROULSTONE; VAN BUSKIRK, 2012).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O *guidance* surgiu nos EUA no início do século XX, então praticado apenas por pequenas empresas, vindo a expandir-se para as grandes corporações como forma de conquistar a atenção de investidores (MAHONEY, 2008). Entretanto, a eficácia da utilização do *guidance* não é unanimidade, principalmente no que tange ao perigo de causar miopia nos investidores e gestores, assim chamada uma visão de curto prazo (CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2007). Pesquisas constataram uma redução dos investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e a falta de impactos positivos nos resultados das empresas que publicam projeções trimestrais (KOLLER; RAJAN, 2006; CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2007), além de possíveis impactos negativos nos resultados a longo prazo (CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2007). Por outro lado, ao analisar a redução das projeções de lucros trimestrais, Houston, Lev e Tucker (2010) verificaram que esta é mais presente em empresas que enfrentam dificuldades e que a redução nas projeções não beneficia empresas nem investidores, apesar de reduzir a miopia de curto prazo. Outros estudos apontaram benefícios no desempenho das empresas que projetam lucros trimestralmente (ANILOWSKI; FENG; SKINNER, 2007; CHOI et al., 2011).

Além da possível miopia de curto prazo, outras discussões sobre a prática do *guidance* recaem sobre a responsabilidade dos executivos quanto ao não cumprimento das projeções. Embora seja potencialmente de alto valor informativo para o investidor, o *guidance* está sujeito a erros e distorções (ATIASE; REES; TSE, 2010), expondo a empresa a litígios com os acionistas (SKINNER, 1995; KARAMANOU; VAFEAS, 2005). A legislação dos EUA, por exemplo, protege as empresas contra responsabilização de declarações sobre seus desempenhos futuros, desde que sejam cumpridas algumas regras de evidenciação (USA, 1995; HSIEH; KOLLER; RAJAN, 2006), o que não ocorre no Brasil. Anhalt (2007) alerta para o cuidado que a empresa deve ter ao fazer projeções, pois, ainda que não seja responsabilizada pela não realização do que for projetado, pode perder a credibilidade junto ao mercado. Deve-se estar confortável quanto à realização do projetado: em vez de se projetar um número específico, pode-se optar por uma faixa de valores. Outro ponto citado por Anhalt (2007) é a escolha da periodicidade das projeções, entre anual e trimestral. Uma das consequências dessas discussões é que diminuiu o número de empresas com projeções financeiras trimestrais (ANHALT, 2007), observando-se mais preocupação com o longo prazo (KUEPPERS; SANDFORD; THOMPSON, 2009).

No Brasil ainda são raros os estudos sobre a prática do *guidance*. Segundo Cabral (2007), o *guidance* surgiu no país no ano 2000, com a obrigatoriedade de divulgar informações iguais para todos os investidores. Almeida e Figueiredo Júnior (2011) dizem que aqui o *guidance* ainda se encontra em fase de maturação. Segundo pesquisa realizada em 2007 pelo Firb (2007) com analistas de sete empresas brasileiras, dentre as vantagens da prática do *guidance* no Brasil destacam-se a menor volatilidade no preço das ações, mais confiança e aproximação com os profissionais do mercado, aumento da cobertura da empresa, redução do custo de capital e alinhamento de projeções. Dentre as desvantagens, a pesquisa identificou o risco da perda de credibilidade na administração e a característica do *guidance* como instrumento de planejamento.

Quanto à regulamentação, em 2008 o Codim (2008) emitiu o Pronunciamento de Orientação n. 4, que versa sobre as melhores práticas de *guidance* e a necessidade de sua padronização. No ano seguinte, a CVM, por meio da Instrução n. 480, instituiu normas de evidenciação a serem observadas pelas companhias de capital aberto que publicam projeções e estimativas. Embora a prática do *guidance* continue facultativa, a empresa que o fizer deve incluí-lo no Formulário de Referência. Para se resguardar a responsabilidade dos executivos e da empresa, as projeções devem ser identificadas como dados hipotéticos, estipuladas com razoabilidade e acompanhadas de premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados. A periodicidade de revisão das projeções não pode ser superior a um ano, e qualquer mudança nas premissas, parâmetros ou metodologia deve ser identificada no Formulário de Referência. Adicionalmente, as projeções devem ser confrontadas com o realizado no Formulário de Informações Trimestrais e de Demonstrações Financeiras Padronizadas (CVM, 2009).

Ainda de acordo com a CVM (2009), no Formulário de Referência, as projeções são evidenciadas no item 11, que é subdividido em dois tópicos: 11.1) objeto da projeção, indicando período projetado, validade das projeções e identificação das premissas; e 11.2) caso haja divulgação de projeções nos últimos três exercícios sociais, devem ser identificadas as alterações de indicadores, a comparação entre projetado e realizado, as causas dos desvios e as alterações nas projeções do período em curso.

Para Almeida e Figueiredo Júnior (2011), a questão não reside apenas na dúvida entre publicar e não publicar, mas em como publicar o *guidance*, já que não há um modelo padronizado. Embora unifique a evidenciação, o Formulário de Referência não trata de questões referentes à natureza e às características das projeções. Os autores propõem que sejam divulgadas informações prospectivas sobre dados macroeconômicos, preços e volumes dos produtos e/ou serviços, projeções sobre custos e despesas e investimentos.

Os estudos sobre práticas de *disclosure* voluntário, como o *guidance*, são, em geral, tratados a partir da Teoria da Divulgação Voluntária ou do *Disclosure* Discrecionário. Em contabilidade, o *disclosure* é sinônimo de evidenciação e está associado à disponibilização de informações para os *stakeholders* (BRANDÃO et al., 2014). Segundo Lima (2007), o *disclosure* pode ser compulsório, quando está relacionado ao cumprimento de exigências para, por exemplo, o registro de companhias abertas, ou voluntário, quando abrange informações de divulgação não obrigatória, mas que oferecem mais transparência aos diferentes públicos de interesse. Segundo Dye (2001), a Teoria do *Disclosure* Voluntário consiste em uma abordagem especial da Teoria dos Jogos, com a premissa central de que uma empresa divulga informações voluntárias quando os benefícios gerados pela medida são maiores que os custos a ela associado. Verrechia (2001), por sua vez, acredita que não há uma teoria da divulgação unificada, classificando os estudos sobre *disclosure* voluntário em três vertentes: *association-based disclosure*, acerca dos efeitos da divulgação sobre os investidores; *discretionary-based disclosure*, sobre os motivos que levam os gestores a divulgar determinada informação; e *efficiency-based disclosure*, sobre os tipos de divulgação mais eficientes. Embora não avalie a eficiência da divulgação do *guidance* no mercado brasileiro, este estudo pode ser enquadrado na segunda e terceira abordagem de Verrechia (2001), ao analisar, respectivamente, possíveis aspectos ambientais que motivam o uso do *guidance* e as principais características das projeções evidenciadas pelas empresas de capital aberto do Brasil.

Macedo Neto et al. (2014) sugerem a utilização da Teoria Institucional para explicar o *disclosure* de *guidance* pelas empresas brasileiras. Segundo a Teoria Institucional, a busca por legitimidade faria com que as empresas busquem estratégias similares, dentro de um mesmo ambiente institucional (MEYER; ROWAN, 1977). DiMaggio e Powell (1983) referem que o processo de homogeneização das organizações pode acontecer por meio de três mecanismos de isomorfismo: coercitivo, derivado de influência política e problemas de legitimidade; mimético, resultante de padrões de resposta à incerteza; e normativo, associado com profissionalização. Por meio desses mecanismos de isomorfismo, a tendência é que o *disclosure* voluntário seja menos heterodoxo em determinados ambiente e espaço de tempo entre empresas vistas como legítimas (SAMPAIO et al., 2012).

Para Macedo Neto et al. (2014), aspectos relativos ao ambiente de atuação podem funcionar como instrumentos de isomorfismo coercitivo sobre as empresas. No que tange ao segmento de listagem das empresas na BM&FBovespa, Brandão et al. (2013) argumentam que, pelo fato de o *guidance* sinalizar maior transparência e melhor governança corporativa, o ambiente institucional motivaria as empresas dos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa a praticá-lo. Quanto ao setor de atuação, Murcia e Santos (2010) indicam que empresas pertencentes a setores sujeitos a maior regulação estatal podem apresentar maior *disclosure*, seja por pressão de legislação específica seja pela condição de entidades concessionárias de serviços públicos. Dessa forma, empresas dos setores de gás, biocombustíveis, utilidade pública e telecomunicações devem ser mais motivadas a divulgar *guidance*, tanto para demonstrar sua capacidade para continuar gerindo o serviço público, quanto para justificar a necessidade de reajustes tarifários e de benefícios e incentivos fiscais (BRANDÃO et al., 2013).

Empiricamente, Brandão et al. (2013) identificaram que a listagem em segmentos diferenciados de governança está associada ao maior nível de *disclosure* de *guidance*. Entretanto, os setores de atuação associados ao maior *disclosure* foram o de Consumo Não Cíclico e Construção e Transporte, setores não sujeito à maior regulação estatal (BRANDÃO et al., 2013). Macedo Neto et al. (2014) também encontraram uma maior tendência à prática do *guidance* entre as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2, segmentos de listagem da BM&FBovespa que possuem regras mais rígidas de governança corporativa. Resultado similar foi observado no estudo de Mulinari et al. (2014).

Destacam-se ainda as pesquisas que apresentam as características do *guidance* praticado pelas empresas. Os estudos realizados classificaram as projeções evidenciadas de acordo com as seguintes características: o tipo de *guidance* e sua natureza (IBRI, 2007; MACEDO NETO et al., 2014; BRANDÃO et al., 2013); o indicador evidenciado (FIRB, 2007; IBRI, 2007); a periodicidade das projeções (FIRB, 2007; IBRI, 2007); a perspectiva temporal – curto ou longo prazo (BRANDÃO et al., 2013); o meio de comunicação utilizado; e a precisão na mensuração das projeções (IBRI, 2007). Este estudo aborda essas características, exceto o meio de veiculação, haja vista que a análise se dá no Formulário de Referência de cada uma das empresas da amostra. Dentro da abordagem institucional, o isomorfismo mimético sugere que as empresas buscam imitar as estratégias umas das outras, em resposta ao risco de incertezas (DIMAGGIO; POWELL, 1983). No contexto da divulgação do *guidance*, o isomorfismo mimético pode explicar a existência de características semelhantes das projeções evidenciadas entre as empresas listadas na BM&FBovespa, dado que não há nenhuma orientação legal sobre estas características.

Os estudos não têm demonstrado a existência de características isomórficas no *guidance* evidenciado pelas empresas brasileiras. No ambiente profissional a pesquisa do Firb (2007) revelou que 57% das empresas evidenciaram projeções, enquanto o estudo do Ibrí (2007) mostrou uma proporção correspondente a 76%. Diferentemente do que ocorre nos EUA, as empresas brasileiras divulgam maior quantidade de indicadores operacionais (FIRB, 2007; IBRI, 2007), com destaque para visões qualitativas (FIRB, 2007) e volume de vendas (FIRB, 2007; IBRI, 2007). A projeção de natureza financeira mais evidenciada corresponde aos investimentos (FIRB, 2007; IBRI, 2007).

No meio acadêmico, a pesquisa de Murcia e Santos (2009) mostrou que em 2007 apenas três das 100 maiores empresas brasileiras projetavam resultados financeiros, enquanto 39 projetavam novos investimentos e 67 evidenciavam objetivos, planos e metas. Macedo Neto et al. (2014), ao analisar 26 empresas brasileiras praticantes do *guidance*, revelaram que 65,4% delas divulgam projeções financeiras, enquanto 57,7% fornecem *guidance* relativo a investimentos e 34,6% implementam *guidance* relativo a aspectos operacionais. Brandão et al. (2013) analisaram 296 empresas listadas na BM&FBovespa, identificando que 81 delas divulgam informações sobre perspectivas. Dessas empresas, 40 projetam indicadores econômico-financeiros, 38 projetam indicadores operacionais e 44 divulgam informações sobre investimentos futuros. Outra constatação de Brandão et al. (2013) é que as empresas possuem mais propensão à divulgação de *guidance* de curto prazo.

Ainda sobre o *guidance*, vale destacar que o acompanhamento das projeções referentes a períodos passados e as causas de eventuais desvios entre o realizado e o projetado é de divulgação obrigatória para empresas que o praticam (CVM, 2009). Entretanto, o estudo de Brandão et al. (2013) mostrou que apenas 63% das empresas listadas na BM&FBovespa que praticaram *guidance* em 2012 fizeram este acompanhamento e apenas 55,6% destas empresas apresentaram justificativas para os desvios encontrados.

Diante da contribuição do *guidance* para a transparência no mercado de capitais, esta pesquisa busca identificar as principais características do *guidance* nas maiores companhias atuantes no mercado de capitais brasileiro, além de analisar se a prática do *guidance* entre as empresas possui características semelhantes, seguindo tendências isomórficas, bem como verificar eventuais desvios entre projeções e resultados e as possíveis causas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população da pesquisa compreende as 100 maiores companhias de capital aberto em valor de mercado segundo o *ranking* da revista Exame Maiores e Melhores, edição 2011. Entretanto, foram excluídas quatro companhias cujas ações não eram mais negociadas na BM&FBovespa no momento da coleta dos dados (maio/2012), fixando-se a amostra em 96 empresas.

Os dados coletados têm natureza secundária (AAKER; KUMAR; DAY, 2001). A classificação setorial, o segmento de listagem e o Formulário de Referência das empresas, foram coletados no portal eletrônico da BM&FBovespa. Os dados relativos às projeções foram extraídos da última versão do Formulário de Referência das empresas nos dias 19 e 20 de maio de 2012 (item 11 – Projeções), partindo-se da premissa de que todas as projeções publicadas pelas empresas de capital aberto devem ser evidenciadas no item 11 do Formulário de Referência, como estabelece a Instrução CVM n. 480/2009.

Para a coleta e a análise dos dados foi utilizada a Análise de Conteúdo, definida por Collis e Hussey (2005, p. 240) como “uma maneira de converter sistematicamente textos em variáveis numéricas para a análise quantitativa dos dados”. Os dados foram tabulados e analisados através de estatística descritiva e testes de associação não paramétricos, com utilização do *software* SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*), versão 19. O Quadro 1 apresenta os procedimentos metodológicos utilizados para a consecução dos objetivos propostos.

**Quadro 1: Objetivos e procedimentos metodológicos da pesquisa**

Objetivo específico	Procedimentos metodológicos
i) Caracterizar as empresas da amostra por setor de atuação e por segmento de listagem, associando a prática do <i>guidance</i> a essas características;	a) Identificação das empresas que evidenciam <i>guidance</i> e fazem acompanhamento de projeções passadas; b) Caracterização das empresas quanto ao setor de atuação e segmento de listagem da BM&FBovespa; c) Verificação da associação entre a prática do <i>guidance</i> e as características da empresa por meio de testes não paramétricos.
ii) Verificar a existência de tendências isomórficas entre as projeções divulgadas pelas companhias analisadas;	a) Classificação das projeções evidenciadas pelas empresas; b) Verificação da presença de isomorfismo por meio de testes não paramétricos, considerando a quantidade de empresas e o número de indicadores evidenciados.
iii) Identificar eventuais desvios entre projeções e resultados, assim como as respectivas causas.	a) Identificação da proporção de projeções relativas a períodos anteriores que não foram alcançadas; b) Identificação das principais causas dos desvios encontrados, de acordo com o relatado pelas empresas.

Inicialmente, para se verificar se cada empresa divulgou projeções, analisou-se o item 11.1 do respectivo Formulário de Referência, sendo também informado o ano da publicação e das projeções.

Em seguida, verificou-se a prática de *guidance* levando-se em conta os setores de atuação e os respectivos segmentos de listagem da BM&FBovespa (primeiro objetivo específico). A presença de projeções no Formulário de Referência foi classificada em escala ordinal (0 – ausência de projeções; 1 – presença de projeções sem acompanhamento de períodos passados; e 2 – presença de projeções e acompanhamento de períodos passados). Os setores de atuação foram classificados em escala categorial. Aqueles que assinalaram frequência igual ou inferior a 3 foram aglutinados com setores que desempenham atividades mais próximas, para que nenhuma categoria apresentasse frequência muito baixa, como orientam Bauer e Gaskell (2002).

Os segmentos de listagem foram codificados em escala ordinal, de acordo com os níveis de exigências mínimas de práticas de governança corporativa (0 – Mercado Tradicional; 1 – Nível 1; 2 – Nível 2; e 3 – Novo Mercado). Os testes de associação utilizados foram testes não paramétricos, uma vez que os dados não seguem uma distribuição normal. Para o setor de atuação, foi aplicado o teste de Kruskal-Wallis, comparando o *disclosure* entre os setores (STEVENSON, 1981). Para o segmento de listagem, foi utilizado o coeficiente de correlação de Spearman, mais adequado para dados medidos através de escalas ordinais (FIELD, 2009). Também foi verificado pelo teste de Kruskal-Wallis se há diferença entre as características predominantes do *guidance* entre os segmentos de listagem e os setores.

Para se analisar as características das projeções evidenciadas, estas foram classificadas conforme os critérios propostos em pesquisas anteriores (IBRI, 2007; FIRB, 2007; MACEDO NETO et al., 2014; BRANDÃO et al., 2013;), assim como outros aspectos objeto de discussão na revisão de literatura já apresentada, conforme visualizado na Tabela 1.

**Tabela 1: Características analisadas nas projeções das maiores companhias de capital aberto do Brasil em 2012**

Item	Categoria
Forma de apresentação da projeção	Descritiva Quantitativa
Unidade de mensuração	Percentual Monetária Outras
Precisão da estimativa	Exato Imposição de limite (mínimo ou máximo) Dentro de um intervalo Descritivo, sem estipular valor
Unidade de tempo	Anual Inferior a um ano Superior a um ano
Perspectiva temporal	Curto prazo (até o ano seguinte ao da publicação) Longo prazo (ano posterior ao ano seguinte ao da publicação) Curto e longo prazos (inclui os dois anteriores)
Tipo de indicador	Indicadores de investimento Indicadores econômico-financeiros Indicadores operacionais Fatores ambientais externos (macroeconômicos)

Para alcançar o segundo objetivo específico e se identificar, em cada item analisado, se há predominância de uma característica específica (categoria) do *guidance* evidenciado pelas 43 empresas que o divulgam, procedeu-se à realização de testes não paramétricos para amostras emparelhadas, já que os dados não apresentaram distribuição normal.

Tomando-se por base a quantidade de empresas que fornecem *guidance* com determinada característica, foram realizados os testes  $Q$  de Cochran e de McNemer. O teste  $Q$  de Cochran é utilizado para testar a hipótese de que três ou mais proporções são iguais (todas as categorias do item), enquanto o teste de McNemer é utilizado para verificar a igualdade entre duas proporções (MARÔCO, 2011). Neste estudo, o teste  $Q$  de Cochran foi realizado para cada um dos itens analisados (conforme Tabela 1), verificando-se se há diferença estatística entre os percentuais de empresas quanto às características do *guidance* evidenciado. Já o teste de McNemer foi realizado para comparar as proporções de empresas que evidenciam *guidance* para cada par de características, dentro dos itens analisados.

Considerando-se a quantidade de indicadores evidenciados, realizaram-se os testes de Friedman e Wilcoxon. O teste de Friedman é utilizado para verificar a igualdade de médias entre três ou mais grupos (todas as categorias do item), enquanto o teste de Wilcoxon é utilizado para verificar a igualdade entre duas médias (pares de categorias) (MARÔCO, 2011). Embora não utilizem as variáveis originais (numéricas), esses testes agrupam cada variável em uma escala ordinal (FÁVERO et al., 2009). Neste estudo, o teste de Friedman foi aplicado para identificar se há diferenças nos números de indicadores projetados pelas empresas, considerando-se todas as características de cada item citado na Tabela 1. Havendo significância estatística no teste de Friedman, o teste de Wilcoxon foi aplicado com o intuito de comparar as médias de indicadores por pares de características de cada item.

Foram consideradas características (categorias) predominantes na evidenciação de *guidance* aquelas que, em cada item analisado, são utilizadas pela maioria das empresas e cuja proporção seja estatisticamente superior à das demais características do mesmo item, a um nível de significância de 5%, nos testes realizados.

Para se verificar a evidenciação dos desvios entre projetado e realizado, o nível de acerto das projeções analisadas e as justificativas para desvios significativos (terceiro objetivo específico), foram analisados os itens 11.1 e 11.2 do Formulário de Referência. Computaram-se o número de projeções que se concretizaram em períodos anteriores (projeções realizadas), os indicadores que excederam as projeções (desvios positivos) e os que não alcançaram o projetado (desvios negativos). As causas dos desvios, por serem muito divergentes, foram classificadas em: i) internas, quando decorrentes de variáveis internas; e ii) externas, quando decorrentes de variáveis externas.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 As empresas que praticam *guidance*

Das 96 empresas da amostra, 83 (86,5%) apresentaram versões do Formulário de Referência do ano 2011, embora em alguns casos já apontassem projeções referentes a 2012. As outras 13 já haviam divulgado no portal da BM&FBovespa o Formulário de Referência com versões do ano 2012. Desse total, 43 empresas (44,8%) divulgam projeções futuras, enquanto uma empresa divulga apenas projeções passadas e seus desvios. Esses resultados divergem daqueles obtidos pelas pesquisas realizadas em 2007 pelo Firb e pelo Ibri, correspondentes a 57% e 76%, respectivamente. Essa diferença pode ser explicada por dois fatores: o fato de a presente pesquisa dispor tão-somente de dados secundários, embora as empresas que divulgam projeções sejam obrigadas a evidenciá-las através do Formulário de Referência; e o tamanho da amostra (CVM, 2009). Os resultados mostraram-se superiores aos encontrados por Brandão et al. (2013), da ordem de 27%. Isso pode ser explicado também pela amostra desta pesquisa, que compreende apenas as 96 maiores empresas do Brasil.

Das 43 empresas que divulgam projeções futuras, seis não evidenciam qualquer acompanhamento de períodos anteriores, conforme mostra a Tabela 2. Ressalte-se que a empresa que fornece apenas acompanhamento de projeções referentes a períodos passados foi classificada como se não divulgasse qualquer projeção.

**Tabela 2: Evidenciação de projeções pelas empresas em 2012**

Evidenciação	Quantidade de empresas	Proporção (%)
Não divulgam quaisquer projeções	53	55,2
Apenas divulgam projeções futuras	6	6,3
Divulgam projeções futuras e acompanhamento de períodos passados	37	38,5
<b>Total</b>	<b>96</b>	<b>100,0</b>

A Tabela 3 mostra os níveis de evidenciação de projeções das empresas por segmento de listagem da BM&FBovespa. A maior parte da amostra reúne empresas listadas no Novo Mercado, que adota regras mais rígidas de governança corporativa, seguidas por aquelas não listadas em nenhum dos níveis diferenciados de governança corporativa.

**Tabela 3: Evidenciação de projeções por segmento das empresas em 2012**

Segmento de listagem	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado		Mercado Tradicional		Total		Correlação de Spearman
	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%	
Não evidencia	12	70,6	3	42,9	24	44,4	14	77,8	53	55,2	0,296 <sup>(1)</sup>
Projeções futuras	0	0,0	1	14,2	3	5,6	2	11,1	6	6,2	
Projeções futuras e acompanhamento	5	29,4	3	42,9	27	50,0	2	11,1	37	38,6	
<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>100,0</b>	<b>7</b>	<b>100,0</b>	<b>54</b>	<b>100,0</b>	<b>18</b>	<b>100,0</b>	<b>96</b>	<b>100,0</b>	

<sup>(1)</sup> Correlação de Spearman significativa ao nível de 1% entre os segmentos de listagem e os níveis de evidenciação de projeções.

<sup>(\*)</sup> N = Número de empresas.

Na Tabela 3, a correlação de Spearman indica que há uma pequena, mas significativa, correlação entre a prática do *guidance* e o segmento de listagem, corroborando os achados de Brandão et al. (2013) e Macedo Neto et al. (2014). As empresas do Novo Mercado são aquelas que, proporcionalmente, mais fazem projeções futuras com acompanhamento de projeções de períodos passados, e essa proporção diminui à medida que se opta pelo segmento de listagem menos exigente no que tange às práticas de governança. Com efeito, as empresas que não participam de nenhum dos três níveis diferenciados de governança são as que menos praticam *guidance*. Esse resultado sugere que a qualidade da governança é um aspecto positivamente associado à prática do *guidance*, conforme atestam estudos estrangeiros (KARAMANOU; VAFEAS, 2005; O'SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008; WANG; HUSSAINY, 2013). Sob a ótica da Teoria Institucional, percebe-se também que a maior parte das empresas do Novo Mercado evidencia projeções futuras, indicando um possível efeito do isomorfismo coercitivo sobre a prática do *guidance* em um ambiente que exige maior qualidade de governança corporativa.

A Tabela 4 mostra a distribuição quantitativa e proporcional das empresas por setor e por nível de evidenciação de projeções. As dez classificações setoriais estão representadas na amostra, sendo os setores Utilidade pública e Financeiro e outros os mais representativos. Telecomunicações e TI, por sua vez, são os menos representativos. O teste de Kruskal-Wallis apresentou *p-value* igual a 0,089, não se podendo afirmar que as diferenças entre os setores são estatisticamente significantes, considerando um nível de significância de 5%.

**Tabela 4: Evidenciação de projeções por setor das empresas em 2012**

Setor de atuação	Não Evidenciam projeções		Evidenciam projeções de desempenho futuro		Evidenciam projeções de desempenho futuro e fazem acompanhamento de projeções passadas		Total	
	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%	N <sup>(*)</sup>	%
Construção e transporte (1)	5	35,7	-	0,0	9	64,3	14	100,0
Consumo cíclico (2)	9	81,8	2	18,2	-	0,0	11	100,0
Consumo não cíclico (3)	6	42,9		0,0	8	57,1	14	100,0
Financeiro e outros (4)	10	62,6	1	6,2	5	31,2	16	100,0
Materiais básicos (5), Bens industriais (6) e Combustíveis (7)	9	60,0	2	13,3	4	26,7	15	100,0
Telecomunicações (8) e TI (9)	5	71,4	-	0,0	2	28,6	7	100,0
Utilidade pública (10)	9	47,4	1	5,2	9	47,4	19	100,0
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>55,3</b>	<b>6</b>	<b>6,2</b>	<b>37</b>	<b>38,5</b>	<b>96</b>	<b>100,0</b>

(\*) N = Número de empresas.

A análise descritiva da Tabela 4 mostra que a maioria das empresas de cada setor evidencia projeções futuras e análises das projeções passadas, ou não evidencia qualquer tipo de projeção.

Os setores Construção e transporte e Consumo não cíclico são aqueles com mais tendência para a evidenciação de projeções futuras e análise de projeções passadas. O setor Construção e transporte reúne empresas que executam obras de infraestrutura, que, por esse motivo, podem se utilizar do *guidance* como forma de demonstrar aos *stakeholders* seus planos de investimentos e a capacidade de executá-los. As empresas do setor Consumo não cíclico, por sua vez, podem se sentir mais seguras em divulgar *guidance* pelo fato de seus desempenhos não serem tão dependentes da situação econômica do país.

As empresas da amostra que não divulgam projeções assinalam mais concentração nos setores Consumo cíclico (único sem nenhuma empresa que faz acompanhamento de projeções

passadas), Materiais básicos, Bens industriais e Combustíveis, e Telecomunicações e TI. Destaca-se que o setor Consumo cíclico, cujo desempenho é mais sensível às variações do poder de consumo, pode evitar o *guidance* para não gerar nos investidores falsas expectativas, caso ocorram variações no cenário econômico do país.

Da mesma forma que o estudo de Brandão et al. (2013), os resultados aqui encontrados indicam ainda que a maior regulação sobre determinados setores (Financeiro e Outros, Combustíveis, Telecomunicações e Utilidade Pública) não está associada à prática do *guidance*.

Embora não se verifique que os setores mais regulados sejam mais propensos à evidenciação do *guidance*, os achados sugerem a presença de isomorfismo coercitivo sobre a decisão de divulgar projeções por parte das empresas quando analisadas as características específicas do setor econômico em que a empresa está inserida.

#### 4.2 Características das projeções evidenciadas pelas empresas

A estatística descritiva da evidenciação dos indicadores de projeção mostra uma média geral de 6,2 indicadores por empresa, com desvio-padrão de 7,9, de um total de 265 indicadores. O coeficiente de variação é de 128,4%, mostrando alta dispersão quanto às quantidades de indicadores projetados evidenciados pelas empresas. A moda entre as empresas que praticam o *guidance* é de 2 indicadores, número evidenciado por 12 delas. O número mínimo de indicadores é 1, evidenciado por sete empresas, e o número máximo é 44, evidenciado por uma empresa. A Tabela 5 mostra a distribuição de indicadores por empresa.

**Tabela 5: Quantidade de indicadores projetados pelas empresas em 2012**

Número de indicadores	Quantidade de empresas	Praticam o <i>guidance</i> (%)	Proporção (%) sobre o total da amostra
1 a 5	28	65,0	29,1
6 a 10	6	14,0	6,3
11 a 15	7	16,3	7,3
16 a 20	0	0,0	0,0
Mais de 20	2	4,7	2,1
<b>Total</b>	<b>43</b>	<b>100,0</b>	<b>44,8</b>

Com base nos dados da Tabela 5, nota-se que a maioria das empresas que evidenciam indicadores de projeção registra um pequeno número de indicadores por empresa. Os 265 indicadores projetados pelas 43 empresas da amostra que praticam o *guidance* foram categorizados quanto a seis características, consoante visualizado na Tabela 1. A Tabela 6 mostra a distribuição quantitativa das empresas que divulgam *guidance* por item analisado, bem como a distribuição dos indicadores classificados em cada item por categoria e os resultados dos testes  $Q$  de Cochran e de Friedman.

Na Tabela 7 são reportados os resultados dos testes não paramétricos por par de características. Os testes  $Q$  de Cochran e de Friedman não foram realizados no item Forma de apresentação, por possuir apenas duas categorias. Nos demais itens, esses testes revelaram-se significantes a um nível de 5%, sugerindo que em todas as categorias há diferença quanto ao número de empresas e à quantidade de indicadores evidenciados.

**Tabela 6: Características do *guidance* das empresas em 2012**

Item	Categoria	Empresas que praticam o <i>guidance</i>				Indicadores projetados			
		Quant.	Proporção (%)	Proporção sobre o total da amostra (%)	Teste de Cochran <sup>1</sup>	Quant.	Proporção (%)	Média	Teste de Friedman <sup>2</sup>
Forma de apresentação <sup>3</sup>	Descritiva	3	7	3,1	-	5	1,9	1,7	-
	Quantitativa	42	97,7	43,8		260	98,1	6,2	
Unidade de mensuração	Monetária	31	72,1	32,3	9,297(**)	92	34,7	3	9,801(***)
	Percentual	19	44,2	19,8		76	28,7	4	
	Outra	17	39,5	17,7		97	36,6	5,7	
Precisão da estimativa	Pontual	31	72,1	32,3	49,818(***)	143	54	4,6	49,356(***)
	Intervalar	20	46,5	20,8		108	40,8	5,4	
	Limite inferior/superior	4	9,3	4,2		12	4,5	3	
	Somente descritiva	2	4,7	2,1		2	0,7	1	
Unidade de tempo	Anual	41	95,3	42,7	65,721(***)	208	78,5	5,1	62,470(***)
	Inferior	2	4,7	2,1		6	2,3	3	
	Superior	5	11,6	5,2		51	19,2	10,2	
Perspectiva temporal	Curto prazo	32	76,2	33,3	22,905(***)	146	55,1	4,6	23,318(***)
	Longo prazo	8	18,6	8,3		79	29,8	9,9	
	Curto e longo prazo	13	30,2	13,5		40	15,1	3,1	
Tipo de indicador	Investimentos	25	58,1	26	27,380(***)	58	21,9	2,3	24,943(***)
	Econômico-financeiros	25	58,1	26		74	27,9	3	
	Operacionais	19	44,2	19,8		123	46,4	6,5	
	Ambiente externo	3	7	3,1		10	3,8	3,3	

<sup>1</sup> Teste de Cochran para amostras emparelhadas: identifica, em cada item analisado, se há diferenças entre as características do *guidance* evidenciado, considerando o percentual de empresas.

<sup>2</sup> Teste de Friedman para amostras emparelhadas: identifica, em cada item analisado, se há diferenças entre as características do *guidance* evidenciado, considerando a quantidade de indicadores projetados.

<sup>3</sup> Os testes de Cochran e de Friedman não foram realizados para o item Forma de apresentação, por conter apenas duas categorias.

(\*) Significância estatística ao nível de 10%; (\*\*) Significância estatística ao nível de 5%; (\*\*\*) Significância estatística ao nível de 1%.

**Tabela 7: Testes de associação entre as características do *guidance* das empresas em 2012**

Item	Par de categorias	Teste de McNemer <sup>1</sup>	Teste de Wilcoxon <sup>2</sup>
Forma de apresentação	Descritiva – Quantitativa	35,220 <sup>(***)</sup>	-5,462 <sup>(***)</sup>
Unidade de mensuração	Monetária – Percentual	4,321 <sup>(**)</sup>	-1,765 <sup>(*)</sup>
	Monetária – Outra	Binomial <sup>(***)</sup>	-1,866 <sup>(*)</sup>
	Percentual – Outra	Binomial	-0,275
Precisão da estimativa	Pontual – Intervalar	3,030 <sup>(*)</sup>	-0,415
	Pontual - Limite inferior/superior	23,310 <sup>(***)</sup>	-4,127 <sup>(***)</sup>
	Pontual – Descritiva	25,290 <sup>(***)</sup>	-4,895 <sup>(***)</sup>
	Intervalar – Limite inferior/superior	Binomial <sup>(***)</sup>	-3,499 <sup>(***)</sup>
	Intervalar – Descritiva	Binomial <sup>(***)</sup>	-3,929 <sup>(***)</sup>
Unidade de tempo	Limite inferior/superior – Descritiva	Binomial	-1,378
	Anual – Inferior a 1 ano	35,220 <sup>(***)</sup>	-5,281 <sup>(***)</sup>
	Anual – Superior a 1 ano	32,237 <sup>(***)</sup>	-4,636 <sup>(***)</sup>
Perspectiva temporal	Inferior a 1 ano – Superior a 1 ano	Binomial	-1,27
	Curto prazo – Longo prazo	15,559 <sup>(***)</sup>	-3,059 <sup>(***)</sup>
	Curto prazo – Curto e longo prazo	8,757 <sup>(***)</sup>	-2,780 <sup>(***)</sup>
Tipo de indicador	Longo prazo – Curto e longo prazo	Binomial	-0,674
	Investimento – Econômico-financeiro	0	-0,92
	Investimento – Operacional	0,96	-0,856
	Investimento – Ambiente externo	16,962 <sup>(***)</sup>	-3,490 <sup>(***)</sup>
	Econômico-financeiro – Operacional	Binomial	-0,465
	Econômico-financeiro – Ambiente externo	Binomial <sup>(***)</sup>	-3,477 <sup>(***)</sup>
	Operacional – Ambiente externo	Binomial <sup>(***)</sup>	-3,684 <sup>(***)</sup>

<sup>1</sup> Teste de McNemer: identifica, em cada par de características, se há diferença estatística entre os percentuais de empresas que evidenciam *guidance*.

<sup>2</sup> Teste de Wilcoxon: identifica, em cada par de características, se há diferença estatística entre os números de indicadores projetados por empresa.

(\*) Significância ao nível de 10%; (\*\*) Significância ao nível de 5%; (\*\*\*) Significância ao nível de 1%.

Quase todas as empresas apresentam *guidance* através de dados quantitativos. Apenas uma delas fornece *guidance* unicamente de forma descritiva, enquanto outras duas oferecem projeções quantitativas e visões qualitativas. Em número de indicadores, essas descrições correspondem a apenas 1,9% do total. Os testes de McNemer e Wilcoxon atestam a predominância das projeções quantitativas entre as empresas pesquisadas (Tabela 7).

Apesar de 72,1% das empresas utilizarem como unidade de mensuração a moeda, real ou dólar americano (34,7%), a proporção de indicadores medidos por outras unidades é superior (36,6%). Dentre outras unidades analisadas, destacam-se os volumes de produção, venda e prestação de serviços, além de alguns indicadores de eficiência e qualidade, expansão e variáveis macroeconômicas. As projeções mensuradas através de porcentagem referem-se, sobretudo, a variações entre dois exercícios e índices. As variáveis monetárias, por sua vez, referem-se a indicadores financeiros. Os testes de McNemer realizados indicam que a maioria das empresas utiliza a moeda como unidade de mensuração. Entretanto, não se pode afirmar que a maior quantidade de indicadores é expressa em moeda, uma vez que os testes de Wilcoxon apresentaram significância estatística apenas ao nível 10%.

Mais da metade das projeções (54%) é evidenciada em valor específico, o que é praticado por 72,1% das empresas. Essa prática é considerada arriscada, haja vista a maior probabilidade de erro em comparação com as projeções evidenciadas em faixas de valores (ANHALT, 2007). Os testes realizados indicam que se sobressaem as projeções pontuais e em intervalos de valores, sem diferenças entre essas duas categorias, tanto em proporção de empresas (teste de McNemer), quanto em número de indicadores (teste de Wilcoxon).

A unidade de tempo anual é predominante, tanto em número de empresas quanto em número de indicadores, confirmada pelos testes de McNemer e de Wilcoxon (Tabela 7). As polêmicas projeções trimestrais, objeto de estudos internacionais (KOLLER; RAJAN, 2006; ANILOWSKI; FENG; SKINNER, 2007; CHENG; SUBRAMANYAM; ZHANG, 2007; CHOI et al., 2011), são pouco representativas, assim como as semestrais e as mensais. Merece destaque o número de projeções com unidade de tempo superior a um ano, aproximadamente 19% do total, embora não seja comentada em estudos anteriores. Essas projeções possuem unidade de tempo variável, indo de dois a 37 anos, mas com concentração maior até o ano 2020 e com uma média de 10,2 indicadores por empresa, ou seja, bem acima da média geral.

Sobre a perspectiva temporal do *guidance*, destaca-se que o curto prazo, aqui considerado até o ano seguinte ao da publicação do Formulário de Referência, é objeto das projeções da grande maioria das empresas (76,2%), correspondendo a 55,1% das projeções, sendo esses valores estatisticamente superiores aos das demais categorias nos testes de McNemer e de Wilcoxon (Tabela 7). Essa constatação corrobora o estudo de Brandão et al. (2013). Aproximadamente 30% das projeções são de longo prazo, embora sejam evidenciadas por 18,6% das empresas que praticam o *guidance*. Essa relação é justificada pelo alto número de indicadores de longo prazo evidenciados, com média de 9,9 por empresa. Os indicadores projetados tanto para o curto como para o longo prazo são minoria, correspondendo a 15,1% dos indicadores, sendo evidenciados por 30,2% das empresas.

As projeções relativas a investimentos são evidenciadas por mais da metade das empresas (58,1%), representadas principalmente por investimentos monetários e alguns dados referentes a expansão, como abertura de filiais; trata-se de resultado similar àquele encontrado por Macedo Neto et al. (2014). Os indicadores econômico-financeiros também são projetados por 58,1% das empresas. Os indicadores relativos a atividades operacionais são evidenciados por 44,2% das empresas, com destaque para volumes de venda, produção, prestação de serviços e alguns indicadores de eficiência e qualidade. Entretanto, quando se verifica a quantidade de indicadores evidenciados, os indicadores de atividade correspondem a mais do que o dobro dos de investimento. Esse fato pode ser explicado pela elevada média de indicadores de atividade (6,5 por empresa), se comparada com os indicadores de investimento e expansão (3,3 por empresa). As variáveis macroeconômicas que, de alguma forma, podem influenciar os resultados futuros das empresas, são projetadas por apenas três delas.

Os testes estatísticos (McNemer e Wilcoxon) revelaram que não há um tipo de indicador predominante no *guidance* projetado pelas empresas, sendo as evidenciações dos indicadores de investimentos, econômico-financeiros e operacionais estatisticamente iguais às três categorias sugeridas por Macedo Neto et al. (2014). Por outro lado, os fatores macroeconômicos são estatisticamente menos projetados. Nota-se, portanto, que as empresas da amostra não se preocupam em apresentar apenas projeções financeiras, registrando também boa proporção de projeções não financeiras, voltadas para o longo prazo e para objetivos estratégicos (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2006; KAPLAN; NORTON, 1997).

Os indicadores econômico-financeiros foram segregados em indicadores de resultado, receitas, custos e despesas e outros. Os indicadores de resultado, representados principalmente pelo Ebitda e outras margens operacionais, são evidenciados por 37,2% das empresas. O lucro por ação, bastante focado nos relatórios de *guidance* dos EUA (NIRI, 2012), não foi mencionado na amostra estudada. Os indicadores relativos a receitas, de vendas ou prestação de serviços, e de custos e/ou despesas aparecem, respectivamente, em 32,6% e 25,6% das empresas. As demais projeções econômico-financeiras evidenciadas, que não se enquadram em nenhuma das descrições analisadas, são o Imobilizado, o capital financiado, a dívida líquida e o fluxo de caixa, cada uma delas citada uma única vez.

Em síntese, os testes indicam que há predominância de *guidance* quantitativo, com periodicidade anual e voltado para o curto prazo. Dessa forma, embora não haja exigência legal

ou orientação do mercado, existem padrões de divulgação do *guidance* que sugerem a presença de isomorfismo mimético nessas características do *guidance* praticado pelas empresas analisadas. Por outro lado, destaca-se que não há uniformidade de divulgação quando se observa a unidade de mensuração, a precisão da estimativa e o tipo de indicador evidenciado.

#### 4.3 Acompanhamento de projeções de exercícios anteriores

Das 43 empresas que evidenciam projeções futuras, 36 também fazem o acompanhamento das projeções de exercícios anteriores, enquanto uma delas não faz projeções futuras, mas acompanha os exercícios anteriores. Apesar da obrigatoriedade de evidenciar o acompanhamento das projeções referentes aos três últimos anos (CVM, 2009), há empresas que publicaram o acompanhamento de apenas um exercício, enquanto outras publicaram o acompanhamento de até cinco exercícios, conforme visualizado na Tabela 8. As sete empresas que divulgam o *guidance* futuro, mas não fazem acompanhamento, justificam o fato por não terem divulgado projeções nos exercícios anteriores.

**Tabela 8: Evidenciação de acompanhamento de projeções de exercícios anteriores das empresas em 2012**

Número de exercícios evidenciados	Quantidade de empresas	Proporção (%)	Proporção sobre o total da amostra (%)
1	7	16,3	7,3
2	5	11,6	5,2
3	15	34,9	15,6
4	8	18,6	8,3
5	2	4,7	2,1
Não fazem acompanhamento	59	-	61,5

A Tabela 9 mostra a distribuição absoluta e proporcional das projeções de exercícios anteriores submetidas a acompanhamento. Os desvios (positivos e negativos) não estão qualificados como bons ou ruins para as respectivas empresas – pois isso não é objeto do presente estudo –, mas apenas informam se foram superiores ou inferiores ao esperado. Verificou-se que, após o ano de 2008, aumentou a proporção de acerto nas projeções. Cabe ressaltar que a quantidade de empresas que apresentam acompanhamento de projeções referentes ao ano de 2011 é inferior às dos anos anteriores, devido ao fato de muitas empresas ainda não terem atualizado o Formulário de Referência na data da coleta dos dados.

**Tabela 9: Acompanhamento de projeções referentes a períodos passados das empresas em 2012**

Exercício	Número de empresas	Número de projeções com acompanhamento	Empresas com acerto		Empresas com desvio positivo		Empresas com desvio negativo	
			Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%
2007	4	15	5	33,3	7	46,7	3	20,0
2008	21	90	26	28,9	32	35,6	32	35,6
2009	32	137	55	40,1	41	29,9	41	29,9
2010	32	136	58	42,6	38	27,9	40	29,4
2011	16	72	33	45,8	15	20,8	24	33,3

Além de fazer o acompanhamento das projeções referentes a períodos passados, as empresas devem apontar as causas de eventuais desvios entre realizado e projetado (CVM, 2009). Das 37 empresas que apresentam o acompanhamento das projeções, 10 não revelam as causas dos desvios, isso pelo fato de que tais desvios não foram significativos para os resultados respectivos (WELSCH, 1983). Das 27 empresas que apresentam justificativas, oito apontam apenas causas internas, duas somente causas externas e 17 causas internas e externas.

Dentre as causas internas, destacam-se as mudanças nas estratégias da empresa ao longo do período avaliado; o não cumprimento de investimentos previstos, devido a atrasos e postergações; a elevação de gastos e receitas, devido a fusões e aquisições; e o ganho de desempenho, devido à melhor posição do mercado e à redução de gastos. Nenhuma das

justificativas fez referência a erros nas projeções, reconhecidamente uma das causas das variações apontadas por Welsch (1983), centrando-se somente em decisões administrativas.

Para justificar os desvios ocorridos nos anos de 2008, 2009 e 2010, foram apontadas algumas causas externas, sendo mais frequentes as seguintes: a crise financeira internacional do final de 2008 e início de 2009 e suas implicações na economia; o aumento das chuvas; a variação cambial; a recuperação da economia após a crise mundial em 2009; e um cenário favorável em 2010, com saída total da crise e aumento da demanda em alguns setores. Quanto ao ano de 2007, nenhuma empresa apresentou justificativa para os desvios observados. Em relação ao ano de 2011 não foram apontados eventos externos, mas somente eventos pontuais.

Analisando-se os achados da Tabela 8 e as justificativas para os desvios, verifica-se uma correlação entre o baixo percentual de acerto em 2008 e os efeitos da crise econômica iniciada nesse mesmo ano. Por outro lado, nos exercícios de 2009 e 2010, constata-se maior percentual de acerto e parte das variações positivas e negativas que favoreceram os resultados positivos das empresas, e que podem estar associados com a recuperação da economia e aumento da demanda, se comparados com os do exercício de 2008, verificados no país.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo procurou traçar um perfil da prática do *guidance* pelas maiores companhias de capital aberto do Brasil, identificando as principais características das informações projetadas. Os resultados mostram que 43 das 96 empresas da amostra evidenciam suas práticas de *guidance*, enquanto 37 fazem o acompanhamento de períodos passados. Os desvios entre as projeções e o executado foram justificados, em sua maioria, pelos efeitos da crise econômica de 2008, no âmbito externo, e por decisões administrativas, no âmbito interno.

A análise da prática do *guidance* na comparação entre segmentos de listagem e setores de atuação sugere que o ambiente institucional em que as empresas estão inseridas pode influenciar a decisão dos gestores pela publicação de projeções, por meio de isomorfismo coercitivo. Os achados mostram que o segmento de listagem Novo Mercado registra o maior percentual de empresas que publicam projeções futuras e o acompanhamento de projeções passadas, e essa proporção é menor nas empresas listadas nos outros dois segmentos (Nível 1 e Nível 2), com menor exigência de práticas de governança corporativa, assim como naquelas não listadas em nenhum dos três. Com relação aos setores, observou-se que Construção e transporte e Consumo não cíclico apresentam os maiores percentuais de prática do *guidance*, enquanto Consumo cíclico apresenta a menor proporção.

Quanto às características das projeções, observou-se que em três dos seis itens analisados há características predominantes que sugerem postura isomórfica na prática do *guidance* no mercado brasileiro. As projeções das empresas analisadas tendem a ser quantitativas, com periodicidade anual e voltadas para o curto prazo. A unidade de mensuração é variável, sendo mais comum a moeda. As projeções são estimadas predominantemente em valores específicos ou intervalos de valores. Os indicadores projetados, por sua vez, são bastante diferentes: referentes a investimentos, indicadores econômico-financeiros e desempenho operacional. Embora não haja legislação que especifique as características das projeções a serem divulgadas, as empresas que optam por divulgá-las assumem posturas isomórficas quanto à forma, unidade de tempo e período projetado, mais compatível com o isomorfismo mimético.

Com base na Teoria do *Disclosure* Voluntário (VERRECHIA, 2001), os resultados apontam que o setor de atividade e o segmento de listagem na BM&FBovespa, considerando a governança corporativa, se associam aos padrões do *guidance* reportados pelas empresas analisadas, corroborando com estudos anteriores (BRANDÃO et al., 2013; MACEDO NETO et al., 2014; MULINARI et al., 2014). A análise das características das projeções evidenciadas mostrou também que há um modelo preferido de divulgação de *guidance* pelas empresas, embora não se tenha, neste estudo, medido a sua eficiência.

A utilização da Teoria Institucional para explicar as práticas de *disclosure* voluntário, especialmente por meio de processos de isomorfismo, ainda não é difundida na pesquisa em contabilidade, assim como também é incipiente a pesquisa sobre o *guidance* no mercado de capitais brasileiro. Este estudo mostrou que a prática do *guidance* não é utilizada por grande parte das maiores companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa, porém apresenta indícios de que há processos isomórficos que influenciam a adesão das empresas brasileiras à prática do *guidance*, bem como a forma de sua divulgação.

A escolha por uma fonte de dados não auditada – Formulário de Referência – e a amostra não-probabilística utilizada são as principais limitações do estudo, não permitindo que os resultados sejam generalizados. Sugere-se, portanto, a realização de pesquisas posteriores, com utilização de outras fontes de dados e com amostras mais significativas, para se compreender melhor a prática do *guidance* nas empresas brasileiras e, principalmente, as motivações para sua evidenciação e suas implicações para o mercado.

## REFERÊNCIAS

AAKER, D. A.; KUMAR, V.; DAY, G. S. **Pesquisa em marketing**. São Paulo: Atlas, 2001.

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

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

ANIŁOWSKI, C.; FENG, M.; SKINNER, D. J. Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. **Journal of Accounting & Economics**, n. 44 v. 1-2, p. 36-63, Sept. 2007. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.09.002>.

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. São Paulo: Atlas, 2006.

ATIASE, R. K.; REES, L.; TSE, S. Beyond forecasting track records: determinants of management earnings guidance usefulness and their effects on market reactions to guidance news. **University of Texas at Austin and Texas A&M University working paper**, Feb. 2010. Disponível em: <http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/Atiase%202010%20%20Beyond%20Forecasting%20Track%20Records.pdf>. Acesso em: 11 ago. 2013.

BAUER, M.; GASKELL, G. (Eds.). **Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático**. 5. ed. Petrópolis: Vozes, 2002.

BOZANIC, Z.; ROULSTONE, D. T.; VAN BUSKIRK, A. Management earnings forecasts and forward-looking statements. Working Paper, **Ohio State University**, May 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2130145>.

BRANDÃO, I. F.; ASSUNÇÃO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Fatores determinantes do disclosure de *guidance* das companhias listadas na BM&FBovespa.

---

**Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 10, n. 21, p. 87-114, 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>.

CABRAL, E. Ibrri 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**, 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=851545](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=851545)>. Acesso em: 15 mai. 2013.

CHOI, J. H.; MYERS, L.; ZANG, Y.; ZIEBART, D. Do management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implications for the continuation of management's quarterly earnings guidance. **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 1, p. 1-41, 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11142-010-9131-6>.

CODIM. Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. **Pronunciamento de orientação n. 4 – guidance**, de 17 de abril de 2008. Dispõe sobre melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia – guidance. Disponível em: <<http://www.codim.org.br/elaborados.asp>>. Acesso em: 5 abr. 2013.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\inst\inst480.htm>>. Acesso em: 5 mai. 2013.

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, Apr. 1983. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2095101>>. Acesso em 13. Set. 2013

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 181-235, Dec. 2001. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2009.

FIELD, A. **Descobrimo a estatística usando SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FIRB. Financial Investor Relations Brasil. **Qualificando guidance**. 2007. Disponível em: <[http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/Guidance/FIRB\\_Arleu.pdf](http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/Guidance/FIRB_Arleu.pdf)>. Acesso em: 17 mai. 2013.

HIRST, D. E.; KOONCE, L.; VENKATARAMAN, S. Management earnings forecasts: a review and framework. **Accounting Horizons**, v. 22, n. 3, p. 315-338, Sept. 2008. DOI: <http://dx.doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>.

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, May 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01005.x>.

HSIEH, P.; KOLLER, T.; RAJAN, S. R. The misguided practice of earnings guidance. **McKinsey on finance**, v. 19, p. 1-5, Spring 2006. Disponível em: [http://www.mckinsey.com/insights/corporate\\_finance/the\\_misguided\\_practice\\_of\\_earnings\\_guidance](http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/the_misguided_practice_of_earnings_guidance). Acesso em: 13 set. 2013

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](http://www.ibri.com.br/download/enquete/IBRI_Enquete_5_Guidance.pdf) . Acesso em: 5 mai. 2013.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **A estratégia em ação: balanced scorecard**. 10. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KARAMANOU, I.; VAFEAS, N. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. **Journal of Accounting research**, v. 43, n. 3, p. 453-486, June 2005. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00177.x>

KOLLER, T.; RAJAN, S. J. **Why earnings guidance can be bad for corporate health**. April 2006. Disponível em: <http://www.cfo.com/article.cfm/6790361?f=related>. Acesso em: 16 set. 2013.

KUEPPERS, R. J.; SANDFORD, N. M.; THOMPSON, T. **Earnings guidance: the current state of play**. S.l: Deloitte, 2009. Disponível em: [http://www.corpgov.deloitte.com/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/USEng/Documents/Board%20Governance/Short-%20and%20Long-termism/Earnings%20Guidance%20Current%20State%20of%20Play\\_Deloitte%20FERF\\_071309.pdf](http://www.corpgov.deloitte.com/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/USEng/Documents/Board%20Governance/Short-%20and%20Long-termism/Earnings%20Guidance%20Current%20State%20of%20Play_Deloitte%20FERF_071309.pdf). Acesso em: 6 jul. 2013.

LENNOX, C. S.; PARK, C.W. The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 439-458, 2006. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.05.001>.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 108 f. 2007. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-26112007-165145/>. Acesso em: 30 dez. 2014.

MACEDO NETO, H.; GALLON, A. V.; DE LUCA, M. M. M.; FIGUEIREDO JUNIOR, H. S. Fatores Incentivadores da publicação de guidance pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o Pronunciamento de Orientação N° 04/2008 do CODIM. **Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, jan./abril. 2014. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ufrrj/article/view/2078>>. Acesso em 20 dez. 2014.

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

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; COELHO, A. C. D.; MENESES, A. F. Determinantes do nível de disclosure de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 57, p. 263-278, 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772011000300003>.

MARÔCO, J. **Análise estatística com o SPSS statistics**. 5. ed. Lisboa: Report Number, 2011

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83 n. 2, p. 340-363, Sept. 1977. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2778293?sid=21105528297093&uid=2&uid=70&uid=4&uid=2134>>. Acesso em: 15. Set. 2013

MOSIMANN, C. P.; FISCH, S. **Controladoria: seu papel na administração de empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MULINARI, N. C. H.; SILVA, S. F.; REINA, D. R. M.; SARLO NETO, A. Guidance nas Maiores Empresas Listadas na BM&FBovespa. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ADCONT), 5., 2014, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: AdCont, 2014.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 1, n. 1, 61-78, 2009. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v1i1.14749>.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Teoria do disclosure discricionário: evidências do mercado brasileiro no período 2006-2008. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 4., 2010, Natal. **Anais...** Natal: Anpcont, 2010. CD- ROM.

NIRI. National Investor Relations Institute. **Guidance practices and preferences – 2012 survey results**. 2012. Disponível em: <<http://www.niri.org/Main-Menu-Category/resource/publications/Executive-Alert/Guidance-Practices-and-Preferences-2012-Report-9512.aspx>>. Acesso em: 12 ago. 2013.

O’SULLIVAN, M.; PERCY, M.; STEWART, J. Australian evidence on corporate governance attributes and their association with forward-looking information in the annual report. **Journal of Management & Governance**, v. 12, n. 1, p. 5-35, Mar. 2008. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10997-007-9039-0>.

SAMPAIO, M. S.; GOMES, S. M. S.; BRUNI, A. L.; DIAS FILHO, J. M. Evidenciação de informações socioambientais e isomorfismo: um estudo com mineradoras brasileiras. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n.1, p. 105-122, 2012. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/pdf/1170/117022715007.pdf>>. Acesso em 15 set. 2013.

SKINNER, D. J. Do the SEC's safe harbor provisions encourage forward-looking disclosures? **Financial Analysts Journal**, v. 51, n. 4, p. 38-44, July/Aug. 1995. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/4479856>>. Acesso em 15 set. 2013.

STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 1981.

USA. United States of America. **Public law 104-67**, of Dec. 22, 1995. To reform Federal securities litigation, and for other purposes. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-104publ67/html/PLAW-104publ67.htm>>. Acesso em: 15 set. 2013.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8).

WANG, M.; HUSSAINEY, K. Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n.3, p. 26-49, May/June 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.009>.

WELSCH, G. A. **Orçamento empresarial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1983.