



264

DISCLOSURE VOLUNTÁRIO COMO INSTRUMENTO DE SINALIZAÇÃO NA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA: REFLEXOS NA QUALIDADE DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Patrícia Pain [ORCID iD¹](#), Doutor/Ph.D. Márcia Bianchi [ORCID iD²](#)

¹UFES, Vitória, Espírito Santo, Brazil. ²UFRGS, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brazil

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Patrícia Pain

[0000-0002-0660-226X](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Contabilidade - PPGCON/UFES

Doutor/Ph.D. Márcia Bianchi

[0000-0002-7716-2767](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade - PPGCONT/UFRGS

Resumo/Abstract

Este estudo teve como objetivo analisar a associação do *disclosure* voluntário com a qualidade da previsão dos analistas financeiros, nos estágios do ciclo de vida organizacional, das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2020. A amostra compreendeu 61 empresas, perfazendo 1.717 observações (empresa/trimestre), que foram analisadas por meio da estatística descritiva, e de testes para correlação e regressão. As métricas de mensuração do *disclosure* voluntário foram obtidas pela aplicação de *checklist*, composto por 40 itens, dividido entre *disclosure* organizacional, econômico e financeiro e *disclosure* social e ambiental aos Relatórios Anuais disponibilizados nos sites das companhias. Os resultados apontaram para a tendência de que o *disclosure* voluntário nos estágios de Nascimento e Declínio refletem o cenário de incerteza dado pelo fluxo de caixa operacional negativo destas empresas, corroborando com a literatura acerca do tema, que aborda que o objetivo da divulgação não é ofuscar sua utilidade incorporando detalhes triviais, mas sim fornecer aos *stakeholders* elementos suficientes para que possam compreender melhor a situação da empresa. Logo, verificou-se a relação entre o *disclosure* voluntário e a qualidade das previsões de analistas de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida. Assim, a pesquisa ressalta a importância da análise das características de cada etapa do ciclo de vida organizacional, de modo a minimizar problemas relacionados a conflitos de interesse e assimetria da informação na utilização da divulgação voluntária, para que as previsões de lucros sejam mais próximas do realizado.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



DISCLOSURE VOLUNTÁRIO COMO INSTRUMENTO DE SINALIZAÇÃO NA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA: REFLEXOS NA QUALIDADE DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS

Resumo

Este estudo teve como objetivo analisar a associação do *disclosure* voluntário com a qualidade da previsão dos analistas financeiros, nos estágios do ciclo de vida organizacional, das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2020. A amostra compreendeu 61 empresas, perfazendo 1.717 observações (empresa/trimestre), que foram analisadas por meio da estatística descritiva, e de testes para correlação e regressão. As métricas de mensuração do *disclosure* voluntário foram obtidas pela aplicação de *checklist*, composto por 40 itens, dividido entre *disclosure* organizacional, econômico e financeiro e *disclosure* social e ambiental aos Relatórios Anuais disponibilizados nos sites das companhias. Os resultados apontaram para a tendência de que o *disclosure* voluntário nos estágios de Nascimento e Declínio refletem o cenário de incerteza dado pelo fluxo de caixa operacional negativo destas empresas, corroborando com a literatura acerca do tema, que aborda que o objetivo da divulgação não é ofuscar sua utilidade incorporando detalhes triviais, mas sim fornecer aos *stakeholders* elementos suficientes para que possam compreender melhor a situação da empresa. Logo, verificou-se a relação entre o *disclosure* voluntário e a qualidade das previsões de analistas de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida. Assim, a pesquisa ressalta a importância da análise das características de cada etapa do ciclo de vida organizacional, de modo a minimizar problemas relacionados a conflitos de interesse e assimetria da informação na utilização da divulgação voluntária, para que as previsões de lucros sejam mais próximas do realizado.

Palavras-chave: Ciclo de vida organizacional. *Disclosure* voluntário. Relatório anual. Previsão de analistas. Qualidade da previsão.

1. INTRODUÇÃO

Do relacionamento entre gestores e usuários das informações (*stakeholders*) surgem problemas devidos à assimetria da informação (Jensen & Meckling, 1976). Neste cenário surge a sinalização, que é o ato de comunicar informações privadas de forma aceitável (Milgrom & Roberts, 1992). A divulgação corporativa (*disclosure*) é uma forma de apresentação do desempenho da empresa para solucionar os problemas de agência e a disparidade de informação, bem como sinalizar aos *stakeholders* o que o gestor entender como necessário para neutralizar ambientes de incerteza (Akerlof, 1970).

A sinalização ocorre, entre outros meios, pelo *disclosure*, que dividido entre obrigatório e voluntário suscita discussões entre pesquisadores. O grande debate se concentra em torno do *disclosure* voluntário, pois este sempre estará atrelado ao nível de *disclosure* obrigatório e à demanda dos *stakeholders* por informações que não estão reguladas - informações necessárias em decorrência de acontecimentos infrequentes ou mesmo mais ou menos importantes a depender do segmento e do cenário (Consoni & Colauto, 2016; Li & Yang, 2016; Budisantoso & Suryanto, 2019).

Entre os *stakeholders* se destacam os analistas de mercado de capitais, independentes ou partes de instituições intermediárias, que são atentos ao *disclosure* e aos indicadores de conjuntura macroeconômica e setorial (Martinez, 2004; Dalmácio et al., 2013; Paulo & Carvalho, 2020; Venturini et al., 2022). Estes, ao justificarem suas recomendações, consolidam as informações coletadas, avaliando o desempenho corrente da empresa e



realizando previsões para o futuro, para então chegar ao preço justo das ações (Martinez, 2004). Essas informações, que se referem ao presente e a períodos passados, são utilizadas pelos analistas financeiros na projeção dos lucros das empresas (Dechow & Schrand, 2004).

No entanto, a divulgação depende de decisões da gestão que são distintas nas diferentes fases da evolução de uma empresa, assim como as reações e percepções do mercado. Logo, os estágios do ciclo de vida das organizações, divididos entre nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio, determinam as decisões da administração sobre o que divulgar, podendo acarretar em dificuldade de entendimento da situação patrimonial pelos *stakeholders*, como consequência da omissão e/ou divulgação de aspectos que não permitam a comparabilidade entre períodos passados (Filatotchev et al., 2006; Dickinson, 2011). Sendo assim, o objetivo deste estudo foi analisar a associação do *disclosure* voluntário com a previsão dos analistas financeiros, nas etapas do ciclo de vida organizacional das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2020.

As informações referentes ao presente e a períodos passados são utilizadas pelos analistas financeiros nas projeções de lucros das empresas (Lang & Lundholm, 1993). Relevantes nas cotações de ações negociadas no mercado, essas projeções fornecem sinais que viabilizam na economia a alocação de capital. Sendo assim, influenciam tanto na intenção de divulgação da administração quanto na assertividade das previsões dos analistas, a observação da etapa do ciclo de vida em que as empresas se encontram é necessária (Dechow & Schrand, 2004) ao investigar a existência e intensidade da relação entre as variáveis de *disclosure* voluntário e qualidade das previsões dos analistas. Neste sentido, a Teoria da Sinalização, que trata dos problemas de assimetria informacional e de como a sinalização é capaz de reduzir essa assimetria, é inerente para a contextualização da relação evidenciada em cada etapa do ciclo de vida organizacional (Morris, 1987; Varian, 2003; Dalmácio et al., 2020).

Assim, este estudo visa auxiliar os gestores nas suas decisões de divulgação; possibilitar aos usuários das informações contábeis a escolha dos itens que melhor contribuirão no entendimento do cenário em que a empresa está inserida e de seus acontecimentos internos, ao analisar seu *disclosure* voluntário; evidenciar os itens de divulgação voluntária que mais contribuem para a assertividade das previsões; e elencar as particularidades de cada etapa do ciclo de vida organizacional para o entendimento dos aspectos preferíveis a serem divulgados e do comportamento da qualidade das previsões de lucros realizadas pelos analistas financeiros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. *Disclosure* Voluntário como Meio de Sinalização

Quando estão presentes informações assimétricas o ambiente é de incerteza, e a negociação se torna difícil (Akerlof, 1970). Varian (2003) afirma que quando existe assimetria e os produtos não podem ser diferenciados, é responsabilidade do portador do produto a sinalização de dados desconhecidos pelo mercado, para que os *stakeholders* possam diferenciá-los. Logo, a sinalização pode ser percebida como o experimento de comunicar informações privadas de forma oportuna (Milgrom & Roberts, 1992).

As ações tomadas pelos gestores das empresas podem estar motivadas no desejo de enviar um sinal positivo aos outros agentes da relação, sinal este que poderá reduzir a assimetria informacional (Dalmácio et al., 2020; Spence, 1973). Em seu estudo, Morris (1987) abordou os problemas de assimetria informacional presentes no mercado e como a sinalização por parte dos gestores pode reduzir essa assimetria. Nesse sentido, para sobreviver as empresas precisam evidenciar ao mercado como estão, e para isso usam além da divulgação



obrigatória, a divulgação que é voluntária. Da mesma forma, a parte que não possui essas informações fará o que estiver ao seu alcance para consegui-las.

Uma instituição elencada por Akerlof (1970) são as garantias. Sendo que a maioria dos bens de consumo duráveis traz garantias para assegurar ao comprador alguma qualidade normal esperada. Nesse sentido, os analistas exercem função similar ao captarem e interpretarem os sinais emitidos pelas empresas, auxiliando os investidores quanto às possibilidades de investimentos (Healy & Palepu, 2001; Martinez, 2004). Logo, os segmentos de listagem podem ser entendidos como um sinal positivo para estes, e os resultados levam a considerar que a adoção de práticas de governança seja valorizada por analistas e investidores, por ser um instrumento de sinalização positiva no mercado financeiro (Dalmácio et al., 2020).

Adicionalmente, Dalmácio et al. (2020) mencionam que os analistas financeiros atuam intermediando informações entre empresas e investidores, e como agentes propagadores de informações, uma vez que coletam e consolidam as informações divulgadas, avaliam a performance, preveem resultados futuros e fazem recomendações. Essas informações são divulgadas no decorrer de demonstrações contábeis, relatórios da administração, formulários de referência, entre outras formas legais de divulgação corporativa das empresas de capital aberto brasileiras (Souza & Almeida, 2017).

Neste sentido, o objetivo das divulgações corporativas é fornecer aos investidores informações suficientes para que possam compreender melhor a natureza, o valor, o momento e a incerteza da receita e dos fluxos de caixa das empresas. Embora os requisitos de divulgação sejam abrangentes, o objetivo não é obscurecer a utilidade das informações com uma grande quantidade de detalhes triviais (Tomi, 2018). Logo, as empresas precisam considerar os detalhes a apresentar para cumprir o objetivo do *disclosure*, principalmente no que tange à qualidade deste para o entendimento da situação patrimonial e financeira (Tomi, 2018).

Ao investigar empiricamente o nível de *disclosure* voluntário e a extensão da divulgação obrigatória com as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRSs) por empresas nos estados membros do Conselho de Cooperação do Golfo, Boshnak (2021) elucidou porque algumas empresas divulgam mais do que outras. Analisando descritivamente as variáveis de *disclosure* o autor percebeu que em se tratando de divulgação obrigatória, o índice criado por ele apresentou estabilidade, seja na comparação entre empresas, país de origem ou até mesmo períodos distintos, levando à percepção de que o *disclosure* obrigatório quantitativamente não tem capacidade de interferência na comparabilidade entre empresas, já que estas aderem aos itens IFRS de forma semelhante.

Nesse cenário, as normas de divulgação obrigatória podem promover a concorrência e aumentar o excedente do consumidor em detrimento dos lucros da empresa, aumentando potencialmente a eficiência do mercado. As pressões competitivas entre as empresas podem minar esse resultado de divulgação completa e explicar porque pode ser o caso que empresas de alta qualidade optam por divulgar mais itens de *disclosure* voluntário. A extensão desta divulgação se relaciona, entre outros, com a normatização dos relatórios contábeis, e a divulgação baseada em princípios gera um nível de *disclosure* voluntário maior do que quando a divulgação obrigatória é baseada em regras (Murcia & Santos, 2009; Rufino & Monte, 2014; Budisantoso & Suryanto, 2019).

Pelo índice de *disclosure* voluntário estar ligado ao nível de *disclosure* obrigatório, percebe-se a demanda dos usuários por informações que não estão reguladas para suprir necessidades específicas determinadas pela cultura e pelo cenário macroeconômico (Consoni & Colauto, 2016; Li & Yang, 2016; Budisantoso & Suryanto, 2019).

Diversos são os estudos que abordam o *disclosure* voluntário, tanto no cenário internacional como nas particularidades do cenário brasileiro. Almeida e Rodrigues (2017) e



Novaes e Almeida (2020) ao medirem o índice de *disclosure* voluntário de empresas brasileiras utilizaram por base o mesmo instrumento de *checklist*, desenvolvido a partir de 14 pesquisas anteriores divididas entre nacionais e internacionais. Trata-se de um *checklist* que compreende 38 itens a serem verificados nas divulgações corporativas.

2.2. Qualidade da Previsão de Analistas Financeiros

Intermediários informacionais nos mercados de ações, os analistas financeiros são profissionais que atuam de forma que influenciam o processo de tomada de decisão dos investidores e os auxiliam na administração de seus investimentos (Dalmácio et al., 2013). Analistas possuem a atribuição de recomendar compra, venda ou manutenção dos ativos, com base em previsões realizadas a respeito do desempenho futuro das companhias. A partir do estudo de Jensen e Meckling (1976) percebe-se que a atividade dos analistas financeiros atua também no auxílio da redução dos custos relacionados à separação da propriedade e do controle.

Martinez (2004) aborda que muitos investidores, sobretudo os minoritários, não são tão bons quanto deveriam na escolha e gerenciamento de seus investimentos. Assim, é necessário recorrer à ajuda de profissionais, os analistas de mercado, que possuem conhecimentos específicos que os tornam qualificados para executar seus trabalhos com eficiência. Neste sentido, Oliveira e Girão (2018) destacam a relevância das projeções dos analistas, que merece atenção e debate, pois são redutoras da assimetria informacional e influenciam na tomada de decisão de investidores e demais usuários. Portanto, no contexto da Teoria da Sinalização, os analistas exercem função importante ao captar e interpretar os sinais emitidos pelas organizações, e ao mesmo tempo auxiliar os investidores quanto às opções de investimentos (Healy & Palepu, 2001).

Os analistas de mercados de capitais, independentes ou partes de instituições intermediárias, são atentos aos relatórios, demonstrações voluntárias e obrigatórias divulgadas pelas empresas, além dos indicadores de conjuntura macroeconômica e setorial. (Martinez, 2004). Alinhados a este entendimento, Almeida e Rodrigues (2017) documentaram que a cobertura dos analistas tem uma associação positiva com a divulgação voluntária sobre o processo de adoção das normas IFRS.

Inferir que determinadas previsões feitas pelos analistas financeiros têm maior acurácia e/ou precisão significa que estas são previsões mais próximas dos valores reais, logo, apresentam maior qualidade (Martinez, 2004). São medidas utilizadas para avaliar a qualidade das previsões dos analistas, em meio a diversas técnicas: o viés, a precisão e a acurácia da previsão (Dalmácio et al., 2013; Martinez, 2004; Martinez & Dumer, 2014).

Neste sentido, cabe destacar que a qualidade das previsões e recomendações dos analistas só será percebida pelo investidor algum tempo depois de feito o investimento, bem como a capacidade da empresa em relação aos retornos esperados. São as experiências anteriores que dão condições de avaliar a capacidade informacional da empresa, considerando as possíveis combinações de sinais e índices emitidos ao mercado (Dalmácio et al., 2013).

Sendo a informação contábil um item determinante e ao mesmo tempo não exclusivo, analistas financeiros de mercado utilizam ferramentas, softwares, relatórios administrativos, demonstrações contábeis, habilidades e experiência para estimar o valor das empresas a clientes investidores (Martinez, 2004). Os relatórios de análise emitidos por estes devem fornecer boas análises aos seus clientes, contribuindo para operações que possibilitem maximizar os retornos (Dechow & Schrand, 2004). A partir da percepção de que o *disclosure* voluntário surge para suprir informações necessárias ao mercado e que não estão reguladas, a hipótese 1 (*H1*) deste estudo é:

H1: Há uma associação positiva entre o índice de disclosure voluntário e a qualidade da previsão dos analistas financeiros.



2.3. Ciclo de Vida Organizacional

Em um cenário normal as empresas evoluem, e mesmo as que duram pouco tempo, elas passam minimamente pelos estágios de nascimento e declínio. E ao passar de um estágio para outro as empresas mudam seu posicionamento no que diz respeito à tomada de decisão, seja em decorrência de fatores internos e/ou externos (Adizes, 1979; Filatotchev et al., 2006).

Inicialmente Greiner (1998) dividiu o ciclo de vida organizacional em introdução, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. Trazendo estas etapas para as empresas, a etapa de introdução pôde ser tomada como o nascimento da organização (Terreno et al., 2017). Assim, o que classifica as empresas entre as etapas determinadas são os contextos interno e externo, que por consequência exigem que diferentes decisões e atitudes sejam tomadas, comprovando essa necessidade, Machado (2020) encontrou que as etapas do ciclo de vida influenciam de forma significativa a relação entre os mecanismos e o sofrimento financeiro de forma distinta em cada uma.

Adizes (1979) abordou as aspirações como uma função da disparidade entre o desejado e o esperado. Se o que a administração deseja for maior do que espera alcançar, haverá energia e aspiração por mudança. Se o grupo gerencial estiver satisfeito com as condições existentes, haverá uma tendência em mantê-las estáveis. Assim, para Adizes (1979), o nível de aspirações é afetado principalmente por três fatores: a idade em termos de atividade mental das pessoas em posições estratégicas de poder; a participação relativa de mercado; e a funcionalidade da estrutura organizacional.

Adicionalmente, pesquisas anteriores a de Dickinson (2011) demonstraram que as mudanças nos retornos contábeis futuros são explicadas pelo nível e mudança da lucratividade atual, crescimento dos ativos operacionais líquidos e por aumentos no giro de ativos. Uma vez que o estágio do ciclo de vida da empresa explica diferentemente a lucratividade, incluir a *proxy* de padrão de fluxo de caixa para o ciclo de vida também fornece informações significativas sobre o poder explicativo da *proxy* de padrão de fluxo de caixa e supera *proxies* de ciclo de vida alternativas. Além disso, o poder explicativo das mudanças no giro dos ativos para as mudanças nos retornos contábeis futuros está concentrado nos estágios de crescimento a maturidade do ciclo de vida organizacional.

Na definição das etapas do ciclo de vida organizacional, Dickinson (2011) desenvolveu um modelo de sinais a partir dos achados de Adizes (1979), que utiliza padrões de sinais matemáticos dos fluxos de caixa das empresas. A utilização destes é baseada nas estratégias das empresas para a alocação dos recursos e suas capacidades operacionais (Dickinson, 2011).

A combinação de padrões de fluxo de caixa (Tabela 1) representa a alocação de recursos da empresa e as capacidades operacionais interagidas com a escolha da estratégia das empresas. Assim, as previsões sobre cada componente do fluxo de caixa podem ser derivadas da teoria econômica, que forma a base para as *proxies* padrões de fluxos de caixa determinantes do ciclo de vida. Por exemplo, empresas em nascimento carecem de clientes estabelecidos e sofrem de déficits de conhecimento sobre receitas e custos potenciais, os quais resultam em fluxos de caixa operacionais negativos (Jovanovic, 1982). No entanto, as margens de lucro são maximizadas durante aumentos de investimento e eficiência (Spence, 1973), o que significa que os fluxos de caixa operacionais são positivos durante os estágios de crescimento e maturidade. Wernerfelt (1985) aponta que taxas de crescimento decrescentes acabarão levando a preços decrescentes, de modo que os fluxos de caixa operacionais diminuirão (e se tornarão negativos) à medida que a empresa entrar no estágio de declínio.

Tabela 1

Proxies dos estágios do ciclo de vida organizacional

	Etapas do ciclo de vida organizacional					
	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência		Declínio
FCO	-	+	+	-	+	-
FCI	-	-	-	-	+	+
FCF	+	+	-	-	+	-

Nota: FCO: Caixa líquido atividades operacionais; FCI: Caixa líquido atividades de investimento; FCF: Caixa líquido das atividades de financiamento.

Fonte: Adaptada de Dickinson (2011).

Os desdobramentos percebidos por Novaes e Almeida (2020), para as decisões tomadas pelas empresas nas etapas do ciclo de vida organizacional, encontraram respaldo nas referências que permitiram a Dickinson (2011) construir as combinações de sinais dos fluxos de caixa. Os autores trouxeram que o *disclosure* voluntário é maior em empresas que se encontram nos estágios de maturidade e crescimento. Nos estágios de introdução, turbulência, e declínio o custo de capital próprio é mais elevado, no entanto empresas em declínio aumentam a quantidade de divulgação voluntária e como consequência reduzem seu custo de capital.

Sendo assim, as empresas utilizam distintamente o *disclosure* voluntário em cada etapa do ciclo de vida organizacional para sinalizar ao mercado sua situação, na tentativa de reduzir a assimetria existente, principalmente no que tange àquilo que é característico de cada etapa e não pode ser comparável entre o mercado como um todo, se diminuir essa assimetria, as previsões devem ficar mais próximas, tanto para lucros quanto para preços de ações, do realizado (Almeida & Rodrigues, 2017). Assim, analisar em cada etapa do ciclo de vida organizacional vai permitir entender como as companhias agem na divulgação do que é necessário em determinada situação (Almeida & Rodrigues, 2017). Neste sentido, Costa et al. (2017) perceberam que em empresas nas fases de crescimento e maturidade, a informação contábil é mais relevante e tempestiva.

Com reflexos identificados interna e externamente às empresas, Oliveira e Girão (2018) perceberam que as projeções de lucros feitas pelos analistas são afetadas pelas empresas em estágios extremos de nascimento e declínio. Já quanto ao otimismo e ao pessimismo das previsões, os resultados apontaram que, dependendo do estágio do ciclo de vida, o viés de otimismo ou pessimismo pode ser aumentado ou diminuído.

Assim, é consolidado na literatura que as informações contábeis variam nas diferentes etapas do ciclo de vida organizacional em presença, relevância e tempestividade (Terreno et al., 2017). Também no que tange às etapas, as projeções de lucros dos analistas são afetadas, dependendo do estágio, o viés de otimismo ou pessimismo pode ser aumentado ou diminuído (Oliveira & Girão, 2018). Logo, a hipótese 2 (H_2) deste estudo é:

H2: A associação significativa entre disclosure voluntário e previsão de analistas ocorre de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida organizacional.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa é quantitativa, descritiva e documental, sendo delimitada ao período de 2010 a 2020 em virtude da obrigatoriedade de divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) para as companhias abertas. Para tal, foram identificados dados das variáveis de pesquisa em 61 empresas listadas na B3 em 1º de dezembro de 2021.

Os Relatórios Anuais (RAs), disponibilizados de forma voluntária nos sites das empresas, foram os demonstrativos utilizados nesta pesquisa, dado que Deegan (2002) cita que quando praticado dentro dos relatórios anuais publicados pelas companhias, o *disclosure* voluntário tem maior relevância estratégica. Essa afirmação encontra consistência em estudos



que citam os analistas financeiros, os investidores e os acionistas como usuários de tal demonstração para acompanhar o desempenho e a estabilidade das organizações (Correa et al., 2017). Assim, para as 135 empresas listadas na B3 cobertas por analistas, apenas 61 divulgaram um ou mais RAs em formato que permitiu análise neste período.

O limitador de maior potencial para a amostra foi a necessidade de cobertura das empresas por analistas financeiros, como na pesquisa de Venturini et al. (2022), em que estas foram percebidas para aproximadamente 30% da população (empresas listadas na B3). A disponibilidade dos RAs pelas empresas reduziu em aproximadamente 55% o subtotal anterior, cabendo destacar que nesta limitação foram consideradas empresas que não disponibilizaram em seus sítios eletrônicos os RAs (61 empresas), e que disponibilizaram documentos protegidos no formato “.pdf” que não puderam ser transformados em “.txt” e/ou não puderam ser lidos pelo software Python (13 RAs).

A relação temporal entre as variáveis analisadas seguiu o modelo utilizado por Venturini et al. (2022), dado que a divulgação dos relatórios anuais acontece ao final do exercício social, enquanto as previsões de analistas financeiros para lucros são realizadas para cada trimestre. Para perceber o efeito do conteúdo dos relatórios, ponderaram-se as divulgações referentes ao exercício findo em 2009 afetando a previsão dos analistas financeiros para os trimestres de 2010. Já o *disclosure* de 2010 foi avaliado impactando as previsões dos trimestres de 2011 e assim sucessivamente até a abordagem das estimativas de lucros para 2020.

A relação entre *disclosure* voluntário e a previsão dos analistas financeiros nas etapas do ciclo de vida organizacional foi verificada por meio de testes estatístico-descritivos das variáveis, correlação e regressão destas. A Tabela 2 elenca as variáveis adotadas.

As variáveis dependentes deste estudo se valem de métricas para a determinação da qualidade do consenso das previsões de lucros realizadas pelos analistas de mercado. Ao analisar as previsões de lucros realizadas pelos analistas, Martinez (2004) analisou também o comportamento destes como um todo, suas escolhas, e as consequências delas nos cenários europeu e brasileiro, respectivamente. Assim, por este estudo ter como amostra empresas que negociam na B3, é inerente o uso das métricas de qualidade das previsões de lucros desenvolvidas por Martinez (2004), que com o passar do tempo passaram a ser adotadas em pesquisas voltadas para o mercado de capitais brasileiro, e se consolidaram na evidenciação da qualidade das previsões de lucros emitidas pelos analistas financeiros (Dalmácio et al. 2013; Martinez & Dumer, 2014; Paulo & Carvalho, 2020; Venturini et al., 2022).

O índice de *disclosure* voluntário foi dividido em duas categorias (Tabela 3) que foram consideradas individualmente e se somam na definição do índice total. As *proxies* foram apuradas a partir da aplicação de instrumento de *checklist* e posterior localização de “conjunto-chave” - esta última realizada por software. O instrumento de *checklist* foi composto por 40 itens elencados pela literatura de suporte como de divulgação voluntária. Destes, 27 itens compuseram o índice de *Disclosure* Organizacional, Econômico e Financeiro e 13 itens o índice de *Disclosure* Social e Ambiental.

As *proxies* para determinação dos estágios do ciclo de vida organizacional seguem as combinações de sinais dos fluxos de caixa propostas por Dickinson (2011) (Tabela 1), e foram adotadas neste estudo por terem sua significância comprovada no cenário corporativo e nos mercados de capitais (Lima et al. 2015; Mikosz et al., 2019; Esqueda & O'Connor, 2020; Machado, 2020; Bregonci et al., 2021).

Tabela 2
Descrição das variáveis, operacionalização e relações esperadas

Sigla	Variável	Métrica	Base de dados	Suporte teórico	Sinal Esperado		
					V	E	A
Variáveis Dependentes							
PrevVIE	Viés da previsão	<i>Dummy</i> : 0 = Previsão pessimista; 1 = Previsão otimista.		O viés da previsão ocorre em uma estimativa otimista quando a previsão for superior ao valor realizado ou pessimista quando esta for inferior. Este aspecto é relevante, dado que a pesquisa de políticas por reguladores e acadêmicos se baseia amplamente nas análises de demonstrações financeiras e nas recomendações fornecidas por analistas financeiros (Martinez, 2004; Paulo & Carvalho, 2020). Na compreensão da acurácia, quanto menor for o seu valor, maior será a acurácia e, caso as variáveis tenham relação negativa com esta, predições mais acuradas serão percebidas (Martinez, 2004; Paulo & Carvalho, 2020).	N.A.	N.A.	N.A.
PrevERR	Erro da previsão	Diferença entre o resultado real e o resultado previsto pelos analistas, dividido pelo valor absoluto (módulo) do resultado real do período.	Plataforma Refinitiv Eikon® Plataforma Refinitiv Eikon® Plataforma Refinitiv Eikon®		N.A.	N.A.	N.A.
PrevACU	Acurácia da previsão	Diferença absoluta (módulo) entre o consenso da previsão dos analistas e o lucro por ação real, sendo ponderado pelo preço da ação defasado (t-1).			N.A.	N.A.	N.A.
Variáveis Explicativas							
iDisV	<i>Disclosure</i> Voluntário Total	Pontuação de aplicação total do <i>checklist</i> (Tabela 3) para <i>disclosure</i> voluntário dividido pelo total de itens.		Da mesma forma como Rufino e Monte (2014) fizeram ao se valer do instrumento de <i>checklist</i> de Murcia e Santos (2009) e adaptá-lo para a época da sua análise, este estudo se valeu da métrica de mensuração do <i>disclosure</i> voluntário de 38 itens adotado por Almeida e Rodrigues (2017) e Novaes e Almeida (2020) acrescido de dois itens propostos por Boshnak (2021).	+	-	-
iDisVO	<i>Disclosure</i> Organizacional, Econômico e Financeiro	Pontuação de aplicação do <i>checklist</i> (Tabela 3) para <i>disclosure</i> Organizacional, Econômico e Financeiro dividido pelo total de itens da categoria.	Relatórios Anuais disponibilizados nos portais eletrônicos das empresas.		+	-	-
iDisVS	<i>Disclosure</i> Social e Ambiental	Pontuação de aplicação do <i>checklist</i> (Tabela 3) para <i>disclosure</i> Social e Ambiental dividido pelo total de itens da categoria.			+	-	-

Tabela 2
Descrição das variáveis, operacionalização e relações esperadas

Sigla	Variável	Métrica	Base de dados	Suporte teórico	Sinal Esperado		
					V	E	A
CicNAS CicCRE CicMAT CicTUR CicDEC	Estágios do Ciclo de Vida Organizacional (Nascimento, Crescimento, Maturidade, Turbulência e Declínio)	Combinação de padrões de fluxos de caixa, vide Tabela 1, representa a alocação de recursos da empresa e as capacidades operacionais interagidas com a escolha da estratégia da empresa.	Plataforma Refinitiv Eikon®	As <i>proxies</i> para a determinação das etapas do ciclo de vida organizacional propostas por Dickinson (2011) são determinadas a partir dos sinais matemáticos dos subtópicos da demonstração dos fluxos de caixa. Estas são influenciadas e influem interna e externamente nas empresas, tanto nas decisões de divulgação quanto na assertividade externa sobre o futuro da companhia (Novaes & Almeida, 2020).	N.A.	N.A.	N.A.
Variáveis de Controle							
iLeg	Índice de Legibilidade	LEITURABILIDADE = $248,835 - (1,015 \times ASL) - (84,6 \times ASW)$. ASL: comprimento médio da frase (número de palavras dividido pelo número de frases); ASW: número médio de sílabas por palavra (número de sílabas dividido pelo número de palavras).	Relatórios Anuais disponibilizados nos portais eletrônicos das empresas.	A equação de Flesch foi definida para o dicionário norte americano e este estudo se valeu da adaptação realizada por Rodrigues et al. (2013) Os resultados variam em uma escala de 0 a 100, de muito difícil para muito fácil em quatro faixas de índice.	+/-	+/-	-
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do Ativo Total.	Plataforma Refinitiv Eikon®	Na pesquisa de Jiao et al. (2012), a variável adotada para controle do tamanho se mostrou significativa nos modelos para dispersão da previsão. Domingues e Nakao (2017), no estudo da dispersão da previsão realizada pelos analistas, perceberam que quanto maior o tamanho da empresa menor é a dispersão.	+/-	+/-	-
EST	Quantidade de estimativas	Número de analistas que fizeram as previsões.	Plataforma Refinitiv Eikon®	Nos estudos de Jiao et al. (2012) e Venturini et al. (2022) a quantidade de estimativas de analistas se mostrou significativa em todos os modelos testados, apresentando relação negativa com o erro e positiva com a dispersão.	+	-	+

Tabela 2

Descrição das variáveis, operacionalização e relações esperadas

Sigla	Variável	Métrica	Base de dados	Suporte teórico	Sinal Esperado		
					V	E	A
RES	Resultado da empresa	<i>Dummy:</i> 0 = Período em que não há incidência de pandemia de COVID; 1 = Período em que há incidência de pandemia de COVID.	Plataforma Refinitiv Eikon®	Seguindo a tendência de que os analistas realizam projeções com menor erro quando as empresas divulgam resultados positivos, é manifesto o maior interesse em cobrir empresas lucrativas, Domingues e Nakao (2017) destacam a ocorrência de piora nas estimativas em períodos de resultado negativo, havendo evidências de que se o resultado é prejuízo, o erro é maior.	+	+/-	+
APprev	Aprendizado dos analistas	Variável regressiva, atribuindo valor 3 para o primeiro trimestre após encerramento do exercício anterior e diminuindo em 1 para cada trimestre subsequente.	Plataforma Refinitiv Eikon®	A variável segue a proposta de Martinez e Dumer (2014), onde foi atribuída uma variável regressiva, indicando os trimestres subsequentes à divulgação. A escolha se deve ao pressuposto da curva de aprendizado percebida por Lorenz e Homburg (2017).	+/-	+/-	+
yCov	Período afetado por incidência de COVID	<i>Dummy:</i> 0 = Período em que não há incidência de pandemia de COVID; 1 = Período em que há incidência de pandemia de COVID.	Plataforma Refinitiv Eikon®	A pandemia de COVID desestruturou perspectivas econômicas para 2020, 2021 e possivelmente terá reflexos nos anos seguintes. A rápida disseminação do vírus SarsCOV-2 exigiu investimentos para delongadas internações, processos de recuperação de pacientes, medidas de isolamento social e restrições comerciais entre as nações, que se refletiram no mercado econômico e financeiro (Ferreira & Rita, 2020).	R.S.S.		

Nota: N.A.: Não se aplica; V: Viés da previsão; E: Erro da previsão; A: Acurácia da previsão; R.S.S.: Relação sem suporte na literatura;

Tabela 3
Checklist de disclosure voluntário

Checklist	Quantidade de itens
Disclosure Organizacional, Econômico e Financeiro	27
Disclosure Social e Ambiental	13
Disclosure Voluntário Total	40

A análise dos dados coletados ocorreu de forma interpretativo-descritiva. As variáveis não binárias receberam tratamento para *outliers* com *winsorização* entre 1% e 99%, e a análise de estatística descritiva das variáveis antes e após o tratamento revelou que não havia a ocorrência de *outliers* tratáveis a 1%. Após procedeu-se com testes de diferenças entre as médias, correlação e regressão com dados em painel para a amostra como um todo e em cada etapa do ciclo de vida organizacional.

Através do *Teste t*, foi possível comparar as médias para as variáveis não-binárias do estudo entre os dados de empresas em estágios extremos do ciclo de vida organizacional (nascimento, turbulência e declínio - CicNTD) e em estágios de desenvolvimento (crescimento e maturidade - CicCM). Posteriormente foi realizado teste de *Shapiro-Wilk* para determinação de normalidade, em que p-valor > 0.01 revela a presença de distribuição normal para as variáveis, após, os dados foram observados pela correlação de *Spearman* (não paramétrico) e *Pearson* (paramétrico) a 10% de significância, visto que os resultados do teste de Shapiro-Wilk revelaram a presença de variáveis com distribuição normal e não normal.

Com relação à análise de regressão dos dados, em um primeiro momento foi avaliado de que forma os índices de *disclosure* voluntário se relacionam com a qualidade da previsão dos analistas financeiros, utilizando-se de três modelos que analisaram a associação entre as variáveis explicativas e dependentes, conforme equação 1.

Para a percepção das variáveis que influenciam na previsão dos analistas financeiros, este estudo se valeu do modelo proposto inicialmente por Baginski e Hassell (1997). Quanto a influência do ciclo de vida organizacional na relação anteriormente citada, tendo por base o proposto por Machado (2020), foram analisadas regressões múltiplas de dados em painel do modelo contido na equação 1 para cada uma das cinco etapas do ciclo de vida organizacional.

$$\begin{aligned}
 \text{Previsão}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_k \sum_{k=1}^6 \text{Controles}_{it} + \beta_k \sum_{k=1}^7 \text{Setor}_i + \beta_k \sum_{k=1}^4 \text{Ciclo}_{it} \\
 & + \sum_{k=1}^{10} \text{Ano}_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

Onde: *Previsão_{it}*: representa as variáveis de previsão de analistas, sendo “*PrevVIE*”, “*PrevERR*” e “*PrevACU*”, para a empresa *i* no período *t*; β : intercepto; *Disclosure_{it}*: *iDisV_{it}*: índice de *disclosure* voluntário total do RA da empresa *i* no período *t*, *iDisVO_{it}*: índice de *disclosure* organizacional, econômico e financeiro do RA da empresa *i* no período *t*; e *iDisVS_{it}*: índice de *disclosure* social e ambiental do RA da empresa *i* no período *t*; *Controles*: *TAM_{it}*: tamanho da empresa *i* no período *t*, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total; *EST_{it}*: número de analistas que fizeram previsões de lucros para a empresa *i* no período *t*; *iLeg_{it}*: índice de legibilidade do RA da empresa *i* no período *t*; *RES_{it}*: *dummy* que indica se a empresa *i* no período *t* apresentou resultado negativo, assumindo o valor 1, e 0 quando apresentado resultado positivo; *APprev_{it}*: variável regressiva, atribuindo valor 3 para o primeiro trimestre após encerramento do exercício anterior e diminuindo em 1 para cada trimestre subsequente; e *yCov_{it}*: *dummy* com valor 1 em período *t* afetado por incidência de COVID e 0 nos demais; *Setor_{it}*: *dummy* que indica cada um dos setores da B3 segundo classificação da empresa *i* no período *t*; *Ciclo_{it}*: variável que indica o estágio do ciclo de vida da empresa *i* no período *t*; *Ano_t*: variável que indica o ano *t* da observação; e ε_{it} : termo do erro estocástico.

Este estudo se valeu do teste de *Shapiro-Wilk* para presença de distribuição normal, *Teste do Fator de Inflação da Variância (VIF)* para multicolinearidade, *Teste de Breusch-Pagan* para heterocedasticidade e *Teste de Durbin-Watson* para autocorrelação dos resíduos. A sequência das medições seguiu a ordem adotada em pesquisas anteriores, em que foi estimado o modelo Pooled, o modelo Efeitos Fixos e em seguida o *Teste de Chow* para determinar qual o mais significativo. Após, procedeu-se com a estimação do modelo com Efeitos Aleatórios, e então o teste de *Breusch and Pagan Lagrangian* para determinar qual o mais significativo em relação ao modelo Pooled. Quando tanto efeitos fixos quanto efeitos aleatórios foram percebidos como melhores que Pooled foi ser realizado o *Teste de Hausman* para decidir entre qual modelo de painel utilizar (Machado, 2020; Bregonci et al., 2021).

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

4.1. Análise da Estatística Descritiva das Variáveis

A análise descritiva das variáveis do estudo (Tabela 4), agrupada para empresas em Nascimento, Turbulência e Declínio (*CicNTD*) e em Crescimento e Maturidade (*CicCM*), foi necessária uma vez que estudos como de Costa et al. (2017) evidenciaram que em empresas nas fases de fluxos de caixa operacionais positivos, ou seja, crescimento e maturidade, a informação contábil é mais relevante e tempestiva. Já Oliveira e Girão (2018) destacam que as projeções de lucros dos analistas também são afetadas de diferentes formas para empresas em estágios distintos do ciclo de vida organizacional. Dado isso, a Tabela 4 aborda a estatística descritiva das variáveis do estudo entre os dois grupos de estágios do ciclo de vida definidos, bem como o *Teste t* para diferença entre as médias.

Tabela 4

Estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos

Variáveis	CicNTD n = 556			CicCM n = 1.167			Teste t
	μ	σ	CV	μ	σ	CV	
PrevERR _{it}	-0,142	0,156	3,671	-0,108	0,069	2,348	0,815
PrevACU _{it}	1,412	0,744	17,552	3,400	1,801	61,509	0,455
iDisV _{it}	0,238	0,006	0,139	0,307	0,005	0,154	0,000***
iDisVO _{it}	0,245	0,005	0,125	0,300	0,004	0,131	0,000***
iDisVS _{it}	0,224	0,008	0,191	0,325	0,007	0,226	0,000***
iLeg _{it}	22,660	0,130	3,054	22,380	0,074	2,541	0,046**
EST _{it}	3,545	0,093	2,182	3,807	0,067	2,301	0,025**
TAM _{it}	16,705	0,084	1,964	16,582	0,045	1,547	0,160

Nota: **CicNTD:** Observações em etapas de Nascimento, Turbulência ou Declínio; **CicCM:** Observações em etapas de Crescimento e Maturidade; **PrevERR_{it}:** Erro da previsão; **PrevACU_{it}:** Acurácia da previsão; **iDisVO_{it}:** Índice de *disclosure* organizacional, econômico e financeiro; **iDisVS_{it}:** Índice de *disclosure* social e ambiental; **iDisV_{it}:** Índice de *disclosure* voluntário total; **TAM_{it}:** Tamanho da empresa; **EST_{it}:** Quantidade de estimativas; **iLeg_{it}:** Índice de legibilidade; e ***, **, *: estatisticamente significativo a nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Assim, analisar o comportamento das variáveis de *disclosure* voluntário ao longo dos ciclos é necessário, dado que estudos como o de Almeida e Rodrigues (2017) identificaram a variação do *disclosure* voluntário, se adaptando ao que é característico de cada estágio. Na pesquisa, os autores perceberam que algumas das etapas do ciclo de vida influenciaram não apenas nos itens próprios da divulgação corporativa voluntária, mas também em indicadores econômico-financeiros de desempenho das empresas.



Os valores de média para as variáveis de *disclosure* voluntário *iDisV*, *iDisVO* e *iDisVS* foram percebidos com comportamentos distintos, significativos a 1%, entre as etapas centrais e extremas. Estes resultados refletem os encontrados por Novaes e Almeida (2020), não apenas ao que se refere ao comportamento entre os ciclos, mas também em relação à maior presença de informações sócio ambientais do que organizacionais nos estágios de crescimento e maturidade.

As médias para todas as *proxies* de *disclosure* voluntário foram pelo menos 15% superiores para observações do grupo *CicCM* em relação ao grupo *CicNTD* e significativas a 1%, corroborando com Lang e Lundholm (1993), e agregando aos achados de Almeida e Rodrigues (2017). Neste sentido os autores elucidam que empresas utilizam distintamente o *disclosure* voluntário nas etapas do ciclo de vida organizacional para sinalizarem ao mercado sua situação, como uma tentativa de reduzir a assimetria informacional existente, principalmente no que tange àquilo que é característico de cada etapa e não pode ser comparável entre o mercado como um todo.

Adicionalmente, na pesquisa de Oliveira e Girão (2018), os autores perceberam que algumas das etapas do ciclo de vida influenciaram os analistas ao fazerem suas previsões. No entanto, estas suposições não puderam ser comprovadas pelo teste de diferença entre as médias para as variáveis não binárias de qualidade da previsão (*PrevERR* e *PrevACU*), na conformação dos grupos (*CicNTD* e *CicCM*) dada pelo estudo da literatura anterior e adotada nesta pesquisa.

Nos cenários característicos de cada etapa do ciclo de vida, a sinalização é o experimento de comunicar informações privadas de forma aceitável para que produtos e serviços possam ser diferenciados no mercado. Também, as empresas de um mesmo segmento se encontram em ciclos de vida diferentes e a Teoria da Sinalização é base no entendimento de que gestores percebem o contexto de formas distintas nas etapas e reconhecem diferentes necessidades de divulgação além daquela obrigatória (Milgrom & Roberts, 1992, Varian, 2003).

4.2. Análise dos Testes de Regressão

Na análise de regressão, em um primeiro momento, foi analisada a influência das variáveis de *disclosure* voluntário em cada variável dependente deste estudo (Viés, Erro e Acurácia), conforme equação 1. Esta ocorreu para a amostra em sua integralidade (Tabela 5) e posteriormente de forma individual para cada variável explicativa de interesse em cada etapa do ciclo de vida organizacional (Tabela 6).

Em um cenário de divulgação corporativa, em que alguns itens são de divulgação obrigatória, ocorre o *disclosure* voluntário de itens que visam suprir a necessidade dos *stakeholders* por informações não reguladas. Assim, tudo o que for divulgado irá agregar transparência às organizações, e como destacam Chiang e Chia (2005), quanto maior a transparência, maior também deverá ser a acurácia das previsões realizadas pelos analistas. No entanto, ao analisar a amostra como um todo, esta pesquisa não percebeu tal associação nas regressões para viés, erro e acurácia da previsão (*PrevVIE*, *PrevERR* e *PrevACU*). Com coeficientes não significativos em ambos os casos, não se pôde reiterar a afirmação de Chiang e Chia (2005) e a hipótese 1 deste estudo não foi aceita ao não se considerar individualmente os estágios do ciclo de vida.

Nas análises de regressão (Tabela 5) os modelos se mostraram significativos a 5%, sendo para Viés da previsão (*PrevVIE*) o modelo com Efeitos Fixos o mais adequado, enquanto que para Erro (*PrevERR*) e Acurácia (*PrevACU*) o modelo Pooled. O coeficiente de determinação múltipla (R^2) percebido foi de 4,97%, 2,18% e 1,33%, respectivamente. Os modelos contaram com controles para setor, ano e ciclo de vida organizacional.

Tabela 5
Análise da relação entre disclosure voluntário e qualidade da previsão dos analistas

	PrevVIE		PrevERR		PrevACU	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Intercepto	-1,453** (0,621)	0,019	-0,161 (0,897)	0,858	-15,814 (16,344)	0,330
iDisVit	0,592 (1,277)	0,643	-1,014 (7,381)	0,891	0,426 (134,570)	0,997
iDisVOit	-0,451 (0,888)	0,612	0,353 (5,065)	0,945	-25,015 (92,349)	0,787
iDisVSit	-0,299 (0,456)	0,512	0,883 (2,465)	0,720	0,952 (44,952)	0,983
TAMit	0,089** (0,038)	0,021	0,040 (0,051)	0,432	1,638* (0,928)	0,078
ESTit	0,022** (0,009)	0,021	-0,040 (0,036)	0,262	-0,814 (0,649)	0,210
iLegit	0,011* (0,006)	0,080	-0,007 (0,027)	0,807	0,649 (0,497)	0,192
RESit	0,269*** (0,044)	0,000	0,734*** (0,212)	0,001	0,526 (3,855)	0,891
APprevit	0,036*** (0,010)	0,001	-0,171*** (0,062)	0,006	-0,868 (1,132)	0,443
yCovt	0,054 (0,076)	0,481	-0,553 (0,359)	0,125	-18,727*** (6,562)	0,004
<i>Painel</i>	Efeitos Fixos		Pooled		Pooled	
<i>Controle Setor</i>	Sim		Sim		Sim	
<i>Controle Ciclo de Vida</i>	Sim		Sim		Sim	
<i>Controle Ano</i>	Sim		Sim		Sim	
<i>Prob > F</i>	0,0000		0,0212		0,0414	
<i>R2</i>	0,0497		0,0218		0,0133	
<i>Observações</i>	1.717		1.717		1.717	

Nota: PrevVIEit: Viés da previsão; PrevERRit: Erro da previsão; PrevACUit: Acurácia da previsão; iDisVOit: Índice de *disclosure* organizacional, econômico e financeiro; iDisVSit: Índice de *disclosure* social e ambiental; iDisVit: Índice de *disclosure* voluntário total; TAMit: Tamanho da empresa; ESTit: Quantidade de estimativas; iLegit: Índice de legibilidade; RESit: Resultado da empresa; APprevit: Aprendizado dos analistas; yCovt: Período afetado por incidência de COVID; e ***, **, *: estatisticamente significativo a nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Quanto as variáveis de controle, a influência da variável de aprendizagem dos analistas (*APprev*) na qualidade das previsões é positiva, corroborando com os achados de Oliveira e Girão (2018). Logo, quanto mais tempo se tem de conhecimento das divulgações corporativas e do cenário, menor será o erro. O resultado das companhias (*RES*), variável que assume valor um quando a empresa apresenta prejuízo e zero quando lucro, foi percebida como significativa para *PrevVIE* e *PrevERR* a 1%. Além disso, verificou-se que o tamanho da empresa (*TAM*) é significativamente e positivamente associado ao viés da previsão. Assim, empresas maiores tendem a receber previsões de lucros futuros maiores do que os efetivamente realizados em momento subsequente.

Nas análises de regressão por etapa do ciclo de vida organizacional (Tabela 6) os modelos se mostraram significativos a 5%, sendo o Pooled adotado para *PrevERR* e *PrevACU* e Efeitos Fixos para *PrevVIE*. Os coeficientes de determinação múltipla (*R2*) percebidos variaram entre 2,2% e 31,0%, evidenciando a melhor representatividade das variáveis explicativas nas variáveis dependentes deste estudo, quando analisados os estágios do ciclo de vida organizacional de forma individual. Os modelos contaram com controles para setor, e ano.

Tabela 6

Análise da relação entre disclosure voluntário e qualidade da previsão dos analistas nas etapas do ciclo de vida

Tipo de Painel Controle Setor Controle Ano	PrevVIE			PrevERR			PrevACU		
	Efeitos Fixos			Pooled			Pooled		
	Coef.	p-valor	R2	Coef.	p-valor	R2	Coef.	p-valor	R2
Nascimento									
iDisV _{it}	-2,811* (1,428)	0,051	0,220	0,300 (0,926)	0,746	0,292	71,587*** (23,424)	0,003	0,204
iDisVO _{it}	-2,442* (1,257)	0,055	0,219	-0,229 (0,997)	0,819	0,291	51,590** (25,657)	0,046	0,176
iDisVS _{it}	-0,920 (0,958)	0,339	0,200	0,686 (0,662)	0,302	0,296	65,734*** (16,452)	0,000	0,236
Observações	163			163			163		
Crescimento									
iDisV _{it}	-0,262 (0,431)	0,544	0,088	-0,532 (0,779)	0,495	0,052	0,760 (1,408)	0,590	0,092
iDisVO _{it}	-0,071 (0,446)	0,874	0,087	-1,206 (0,908)	0,185	0,055	0,364 (1,644)	0,825	0,092
iDisVS _{it}	-0,466 (0,372)	0,211	0,092	0,150 (0,553)	0,786	0,051	0,923 (0,999)	0,356	0,094
Observações	394			392			394		
Maturidade									
iDisV _{it}	0,225 (0,341)	0,510	0,056 0,056	0,315 (0,638)	0,621	0,022	-51,244*** (19,619)	0,009	0,029
iDisVO _{it}	0,384 (0,312)	0,218	0,057 0,057	0,311 (0,738)	0,674	0,022	-61,179*** (22,666)	0,007	0,030
iDisVS _{it}	-0,115 (0,226)	0,609	0,055 0,055	0,218 (0,427)	0,610	0,022	-28,014** (13,150)	0,033	0,026
Observações	773			772			773		
Turbulência									
iDisV _{it}	-0,902 (0,806)	0,264	0,137	0,346 (2,134)	0,871	0,120	-0,500 (0,921)	0,588	0,121
iDisVO _{it}	-0,813 (0,677)	0,231	0,137	0,281 (2,290)	0,902	0,120	-0,174 (0,989)	0,861	0,120
iDisVS _{it}	-0,236 (0,633)	0,709	0,132	0,295 (1,552)	0,850	0,120	-0,648 (0,669)	0,334	0,123
Observações	273			273			273		
Declínio									
iDisV _{it}	-2,538* (1,364)	0,067	0,301	9,304* (4,740)	0,053	0,162	-3,508 (2,166)	0,109	0,169
iDisVO _{it}	-2,075** (0,990)	0,040	0,310	11,106** (5,102)	0,032	0,169	-2,918 (2,354)	0,218	0,160
iDisVS _{it}	0,148 (1,016)	0,884	0,268	4,286 (3,329)	0,201	0,143	-2,704* (1,500)	0,074	0,174
Observações	114			114			114		

Nota: **PrevVIE**_{it}: Viés da previsão; **PrevERR**_{it}: Erro da previsão; **PrevACU**_{it}: Acurácia da previsão; **iDisVO**_{it}: Índice de disclosure organizacional, econômico e financeiro; **iDisVS**_{it}: Índice de disclosure social e ambiental; e **iDisV**_{it}: Índice de disclosure voluntário total; e ***, **, *: estatisticamente significativo a nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na análise das empresas no estágio de Maturidade, as variáveis de disclosure voluntário (*iDisV*, *iDisVO* e *iDisVS*) apresentam associação negativa e significativa a 1%, 1% e 5%,



respectivamente. Estes achados permitem inferir o aceite da hipótese 1 deste estudo, uma vez que maiores índices de *disclosure* voluntário nesta etapa do ciclo de vida ensejam em previsões de lucros mais precisas, ou seja, com maior qualidade. No entanto, para observações de empresas em Nascimento e Declínio este estudo contradiz o achado de Almeida e Rodrigues (2017) que presume que a redução da assimetria pode tornar os lucros previstos mais próximos do realizado. Isto se dá devido às associações entre os índices de *disclosure* voluntário e a acurácia da previsão/erro da previsão apresentarem coeficientes positivos e significativos a 1%, indicando que, para empresas nestes estágios, quanto mais se divulga de forma voluntária mais distantes os lucros previstos pelos analistas financeiros estarão dos realizados.

Ainda para empresas em Nascimento e Declínio, os índices *iDisV* e *iDisVO* atuam tornando o viés da previsão mais pessimista, indicando que nestes estágios, em que o fluxo de caixa operacional é negativo (Tabela 1), o *disclosure* voluntário atua reduzindo a assimetria no que diz respeito a informar a real situação financeira da empresa, que acaba por reduzir as expectativas dos analistas quanto ao lucro futuro. Estes achados são suportados pelo teste de diferença entre as médias (Tabela 4), que apontou para RAs mais fáceis de ler para empresas em Nascimento, Turbulência e Declínio e reiteram a argumentação de Tomi (2018) também no que tange aos índices de *disclosure* voluntário serem menores. Neste sentido, o autor elucida que o objetivo da divulgação não é ofuscar sua utilidade incorporando detalhes triviais, mas sim fornecer aos *stakeholders* elementos suficientes para que possam compreender melhor: natureza; valor; momento; e incerteza da receita e dos fluxos de caixa das empresas.

Nos estágios de Crescimento e Turbulência não foram percebidas associações significativas entre os índices de *disclosure* voluntário e as métricas de qualidade das previsões dos analistas financeiros, este comportamento, analisado em conjunto com as diferenças existentes entre os ciclos e elencadas nas análises realizadas no decorrer da seção 4 desta pesquisa, corrobora com os estudos de Costa et al. (2017), Novaes e Almeida (2020) e Oliveira e Girão (2018) e confirma a hipótese 2, conduzindo para a afirmação de que a relação significativa existente entre *disclosure* voluntário e previsão dos analistas ocorre de forma distinta entre as etapas do ciclo de vida organizacional.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa analisou a associação do *disclosure* voluntário com a previsão dos analistas financeiros, nas etapas do ciclo de vida organizacional, das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2020. A métrica de mensuração do *disclosure* voluntário foi baseada em um *checklist* de 40 itens de divulgação voluntária pelas empresas.

Foi necessário o estudo prévio das variáveis através da estatística descritiva dos dados encontrados e a análise de correlação entre dependentes e explicativas. Já a análise de regressão dos dados, em um primeiro momento foi realizada para a observação de como os índices de *disclosure* voluntário se relacionam com a qualidade da previsão dos analistas financeiros, utilizando-se posteriormente de nove modelos baseados em três equações, uma para cada variável de *disclosure* voluntário, seguindo o determinado por Machado (2020) para cada etapa do ciclo de vida organizacional.

Reis et al. (2018) destacam que a divulgação corporativa deve ser capaz de prever o futuro. Assim, alinhado às premissas do *disclosure* elencadas pelos autores, os resultados elucidaram que a divulgação voluntária se relaciona de forma positiva com a qualidade da previsão dos analistas financeiros e de forma distinta entre as etapas do ciclo de vida organizacional, logo, não se rejeitam as hipóteses 1 e 2. Em suma, destaca-se que as hipóteses foram aceitas, e com base nos achados deste estudo, é possível inferir que quanto maior o



índice de *disclosure* voluntário dos RAs, melhor é a qualidade do consenso da previsão de lucro por ação, bem como o desempenho dos analistas financeiros, logo, mais precisas são as previsões feitas.

Com base nos resultados deste estudo, do ponto de vista teórico, contribui-se para o enriquecimento da literatura e debate a respeito da associação entre o *disclosure* voluntário e a qualidade das previsões de lucros feitas pelos analistas financeiros, adicionado a evidências de que esta relação ocorre de maneiras distintas nas etapas do ciclo de vida organizacional. Adicionalmente, à luz da Teoria da Sinalização, acredita-se que este contribui para a observação dos sinais emitidos pelas companhias a partir de sua divulgação voluntária nos diferentes cenários, característicos de cada estágio. Como contribuição empírica, denota-se que a segregação do *disclosure* voluntário em *disclosure* organizacional, econômico e financeiro e *disclosure* social e ambiental influencia separadamente a previsão dos analistas financeiros, propiciando que a análise mostrasse a independência das métricas e suas particularidades na influência que estas exercem nas previsões de lucros. Assim, esses resultados auxiliam no conhecimento da importância do índice de *disclosure* voluntário nas perspectivas organizacional e socioambiental para a qualidade das previsões de lucros (Chiang & Chia, 2005; Reis et al., 2018).

Os limitadores de maior potencial na definição da amostra foram a indisponibilidade de previsões de lucros realizadas pelos analistas e de Relatórios Anuais nos portais eletrônicos das companhias, seguido da impossibilidade dos *softwares* de transformarem os RAs que estavam no formato “.pdf” para “.txt” e de lerem os arquivos, devido às políticas de privacidade impostas pelos emissores. A indisponibilidade dos documentos nos links divulgados também contribuiu para a redução da amostra, diminuindo em 26 a quantidade de RAs analisados. Dado isto, sugere-se para estudos futuros a análise de demais dados divulgados voluntariamente e disponibilizados no sítio eletrônico da CVM de forma a mitigar a limitação imposta pelo formato não-padronizado dos arquivos disponibilizados.

REFERÊNCIAS

- Adizes, I. (1979). Organizational passages: Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics*, 8(1), 3-25. [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(79\)90001-9](https://doi.org/10.1016/0090-2616(79)90001-9)
- Akerlof, G. (1970). The Market for “lemons”: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Almeida, J. E. F., & Rodrigues, H. S. (2017). Effects of IFRS, Analysts, and ADR on Voluntary *Disclosure* of Brazilian Public Companies. *Journal of International Accounting Research*, 16(1), 21-35. https://www.portalfea.fea.usp.br/sites/default/files/arquivos/anexos/voluntary_disclosure_ze_herbert_05_2015.pdf
- Baginski, S. P., & Hassell, J. M. (1997). Determinants of Management Forecast Precision. *The Accounting Review*, 72(2), 303-312. <https://www.jstor.org/stable/248558>
- Boshnak, H. A. (2021). Determinants of corporate social and environmental voluntary disclosure in Saudi listed firms. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 1-26. <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2020-0129>
- Bregonci, L. V., Marques, V. A., & Pinto, B. M. G. (2021, jul.). *Estágios do ciclo de vida da firma e seus efeitos na maturidade da dívida*. [Anais] USP International Conference in



- Accounting, São Paulo, SP, Brasil, 20.
<https://congressosp.fipecafi.org/anais/21UspInternational/ArtigosDownload/3121.pdf>
- Budisantoso, A. T., & Suryanto, M. E. (2019). The Extent of Voluntary Disclosure Before and After IFRS Convergence in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 92, 27-35. <https://doi.org/10.2991/icame-18.2019.3>
- Chiang, H., & Chia, F. (2005). Analyst's financial forecast accuracy and corporate transparency. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, 10(1), 9-14.
<https://www.proquest.com/openview/67bef0f8d7d4049672c9d4446f2d35ad/1?pq-origsite=gscholar&cbl=38637>
- Correa, J.C., Gonçalves, M.N., Sanches, S.L.R., & Moraes, R.O. (2017). Disclosure socioambiental de empresas norte-americanas listadas na Nyse: Características e os possíveis fatores para a divulgação voluntária. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 53-77.
<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/4653>.
- Consoni, S., & Colauto, R. D. (2016). A divulgação voluntária no contexto da convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 18(62), 658-677. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v18i62.2242>
- Costa, W. B., Macedo, M. A. S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. (2017). Análise dos estágios de ciclo de vida de companhias abertas no Brasil: Um estudo com base em variáveis contábil-financeiras. *Brazilian Business Review*, 14(3), 304-320.
<https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
<https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Dalmácio, F. Z., Rezende, A. J., & Santos, R. B. dos. (2020). Mecanismos de governança corporativa e recomendações dos analistas de mercado: Novas evidências a partir da perspectiva da Teoria da Sinalização. *Revista Universo Contábil*, 16(3), 121-139.
<http://dx.doi.org/10.4270/ruc2020318>
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. CFA Institute.
- Deegan, C. (2002). The legitimising effect of social and environmental disclosures: A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
<https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Domingues, J. C. de A., & Nakao, S. H. (2017). Previsão dos analistas e adoção dos padrões IFRS em petrolíferas mundiais. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 6-24.
<https://doi.org/10.4270/ruc.2017206>
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, 1-24.
[doi:10.1016/j.ribaf.2019.101077](https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101077)
- Ferreira, R. R., Jr., & Rita, L. P. S. (2020). Impactos da Covid-19 na Economia: Limites, desafios e políticas. *Cadernos de Prospecção*, 13(2), 459-476.
<https://doi.org/10.9771/cp.v13i2.36183>
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256- 279.
<http://dx.doi.org/10.1108/17439130610705481>



- Greiner, L. E. (1998). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/1998/05/evolution-and-revolution-as-organizations-grow>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. doi:10.1016/s0165-4101(01)00018-0
- Jensen M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiao, T., Koning, M., Mertens, G., & Roosenboom, P. (2012). Mandatory IFRS adoption and its impact on analysts' forecasts. *International Review of Financial Analysis*, 21, 56-63. doi:10.1016/j.irfa.2011.05.006
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246. <http://www.jstor.org/stable/2491273>
- Lima, A. S., Carvalho, E. V. A., Paulo, E., & Girão, L. F. A. P. (2015). Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das Informações Contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151711>
- Machado, V. N. (2020). *Influência do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e financeira: Estudo das companhias abertas brasileiras*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul]. Lume. <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/206863>
- Martinez, A. L. (2004). *Analisando os analistas: Estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. [Tese de Doutorado, Fundação Getúlio Vargas]. <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2464>
- Martinez, A. L., & Dumer, M. C. R. (2014). Adoption of IFRS and the Properties of Analysts' Forecasts: The Brazilian Case. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 20, 3-16. <https://doi.org/10.11606/rco.v8i20.55459>
- Mikosz, K. S. C., Roma, C. M. S., Louzada, L. C., & Macedo, M. R. G. O. (2019). Previsão de retornos e preços das ações a partir de dados contábeis condicionada ao ciclo de vida das firmas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13, 1-15. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.160869>
- Milgrom, P.; & Roberts, J. (1992). *Economics, organization and management*. Prentice Hall.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-69. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Murcia, F. D. R., & Santos, A. dos. (2009). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95. <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>
- Novaes, P. V., & Almeida, J. E. (2020). The role of firms' life cycle stages on voluntary disclosure and cost of equity capital in brazilian public companies. *Brazilian Business Review*, 17, 601-620. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.6.1>
- Oliveira, A. S. de, & Girão, L. F. de A. (2018). Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 1(7), 121-144. <https://doi.org/10.17524/repec.v12i1.1530>
- Paulo, E., & Carvalho, V. G. (2020). Influência do Tax Management e Tax Aggressiveness na Qualidade da Previsão do Lucro das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista Inovar Contábil*, 1(1), 53-72. <https://www.semanticscholar.org/paper/Influ%C3%A2ncia-do->



- Tax-Management-e-Tax-Aggressiveness-Paulo-Carvalho/daac1a4d03bf491300fce607d2918659a61d4de7
- Reis, W. S., Niyama, J. K., & Bandeira, M. L. (2018). Normas baseadas em princípios e o nível de *disclosure*: Uma discussão conceitual à luz da Teoria da Contabilidade. *Revista Negócios em Projeção*, 9(2), 14-29.
<http://revista.faculdadeprojecao.edu.br/index.php/Projecao1/article/view/1108>
- Rodrigues, E. S., Freitas, C., & Quental, V. (2013). Análise de inteligibilidade textual por meio de ferramentas de processamento automático do português: Avaliação da Coleção Literatura para Todos. *Letras de Hoje*, 48(1), 91-99.
<https://revistaseletronicas.pucrs.br/ojs/index.php/fale/article/view/12048/0>
- Rufino, M. A., & Monte, P. A. de (2014). Fatores que explicam a divulgação de informações voluntárias das 100 empresas com ações mais negociadas na BM&Fbovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(3), 59-75.
https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i3.13332
- Souza, P. V. S., & Almeida, S. R. V. (2017). Fatores relacionados ao nível de *disclosure* das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&Fbovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 166-186.
<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6007>
- Spence, A. M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(3), 355-374. <http://bibliotecadigital-old.econ.uba.ar/download/Pe/187895.pdf>
- Terreno, D. D., Sattler, S. A., & Pérez, J. O. (2017). Las etapas del ciclo de vida de la empresa por los patrones del estado de flujo de efectivo y el riesgo de insolvencia empresarial. *Contabilidad y Negocios*, 12(23), 22-37.
<https://www.redalyc.org/journal/2816/281653513003/html/>
- Tomi, K. (2018). *The impact of IFRS 15 on analysts' forecast accuracy*. [Dissertação de Mestrado, University Of Oulu]. <http://jultika.oulu.fi/Record/nbnfioulu-201902061155>.
- Varian, H. R. (2003). *Microeconomia*. 6. ed. Elsevier.
- Venturini, L. D. B., Bianchi, M., Machado, V. N., & Paulo, E. (2022). Conteúdo informacional dos principais assuntos de auditoria e a previsão dos analistas financeiros. *Revista Contabilidade e Finanças*, 33(89), 281-299.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x202113080>.