



## **Análise dos determinantes da divulgação voluntária do guidance**

Doutor/Ph.D. Ivonaldo Brandani Gusmão [ORCID iD<sup>1</sup>](#), Doutor/Ph.D. Vagner Alves Arantes [ORCID iD<sup>2</sup>](#),  
Doutor/Ph.D. Franciele Machado de Souza [ORCID iD<sup>3</sup>](#)

<sup>1</sup>Universidade Estadual do Centro-Oeste, Guarapuava, PR, Brazil. <sup>2</sup>Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brazil. <sup>3</sup>Universidade Estadual de Ponta Grossa, Ponta Grossa, PR, Brazil

### **Doutor/Ph.D. Ivonaldo Brandani Gusmão**

[0000-0003-0444-818X](#) Programa de Pós-Graduação/Course Professor Doutor no Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO)

### **Doutor/Ph.D. Vagner Alves Arantes**

[0000-0001-8191-3837](#) Programa de Pós-Graduação/Course Professor no Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná (PPGCONT-UFPR)

### **Doutor/Ph.D. Franciele Machado de Souza**

[0000-0002-5681-8704](#) Programa de Pós-Graduação/Course Professora Doutora no Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual de Ponta Grossa (UEPG)

## **Resumo/Abstract**

Este artigo objetiva investigar os determinantes da divulgação voluntária do guidance entre as empresas listadas no Brasil Bolsa Balcão [B]3. A divulgação voluntária de informações prospectivas tem sido utilizada pelas empresas como instrumento para reduzir a assimetria informacional no mercado financeiro e incentivar a realização de inferências sobre o desempenho futuro das entidades. Um dos instrumentos utilizados para copilar as informações prospectivas é o guidance, que é parte integrante do Formulário de Referência e emitido anualmente. Essas ponderações estão correlacionadas à Teoria da Divulgação Voluntária (Dye, 1985) ao apontar que os gestores tendem a divulgar as boas notícias e a reterem aquelas com caráter negativo. Nesta pesquisa, foram analisadas 190 empresas não financeiras com ações negociadas na [B]3, no período de 2010 a 2022. Para a análise estatística utilizou-se o modelo Probit, tendo como variável binária a adoção, ou não, pela divulgação do guidance. Os achados sugerem que as empresas com menor valor de mercado, rentabilidade e nível de endividamento tem a maior probabilidade de adotar a divulgação de informações prospectivas. Enquanto as características como o elevado nível de governança corporativa, a presença de investidores institucionais e o tamanho das empresas elevam a probabilidade de aderirem à divulgação de guidance. Em conjunto, os dados sugerem que a comunicação de projeções ao mercado pode aproximar os anseios da empresa às expectativas dos investidores e parece ser utilizada como um instrumento para melhorar a imagem da entidade no mercado, principalmente para aquelas com menor rentabilidade e valor de mercado.

## **Modalidade/Type**

Artigo Científico / Scientific Paper

## **Área Temática/Research Area**

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



## Análise dos determinantes da divulgação voluntária do *guidance*

### Resumo

Este artigo objetiva investigar os determinantes da divulgação voluntária do *guidance* entre as empresas listadas no Brasil Bolsa Balcão [B]<sup>3</sup>. A divulgação voluntária de informações prospectivas tem sido utilizada pelas empresas como instrumento para reduzir a assimetria informacional no mercado financeiro e incentivar a realização de inferências sobre o desempenho futuro das entidades. Um dos instrumentos utilizados para copilar as informações prospectivas é o *guidance*, que é parte integrante do Formulário de Referência e emitido anualmente. Essas ponderações estão correlacionadas à Teoria da Divulgação Voluntária (Dye, 1985) ao apontar que os gestores tendem a divulgar as boas notícias e a reterem aquelas com caráter negativo. Nesta pesquisa, foram analisadas 190 empresas não financeiras com ações negociadas na [B]<sup>3</sup>, no período de 2010 a 2022. Para a análise estatística utilizou-se o modelo Probit, tendo como variável binária a adoção, ou não, pela divulgação do *guidance*. Os achados sugerem que as empresas com menor valor de mercado, rentabilidade e nível de endividamento tem a maior probabilidade de adotar a divulgação de informações prospectivas. Enquanto as características como o elevado nível de governança corporativa, a presença de investidores institucionais e o tamanho das empresas elevam a probabilidade de aderirem à divulgação de *guidance*. Em conjunto, os dados sugerem que a comunicação de projeções ao mercado pode aproximar os anseios da empresa às expectativas dos investidores e parece ser utilizada como um instrumento para melhorar a imagem da entidade no mercado, principalmente para aquelas com menor rentabilidade e valor de mercado.

**Palavras-chave:** Informação Prospectiva. *Disclosure*. *Guidance*. Determinantes.



## 1 INTRODUÇÃO

A divulgação de informações corporativas é vital para investidores. O pressuposto assumido é que a quantidade e a qualidade da informação comunicada outorga tanto credibilidade aos gestores quanto o equilíbrio dos direitos entre acionistas e a administração da organização, em termos de acessibilidade à informação (Gallon, Beuren, & Hein, 2007). A absorção dessas informações por parte dos investidores possibilita a realização de inferências sobre o desempenho atual e futuro das empresas.

Neste aspecto, a divulgação de informações voluntárias apresenta-se como um fator discriminante entre entidades de um mesmo segmento. A literatura aponta que esta forma de divulgação tende a promover o aumento da liquidez das ações; redução da assimetria informacional, do custo de capital, da volatilidade dos preços das ações e da incerteza (Healy & Palepu, 2001) possibilitando, assim, o aumento do poder de previsibilidade ações.

Dentre as alternativas possíveis para redução da incerteza sobre o desempenho das organizações tem-se a divulgação de informações prospectivas pela contabilidade (Hart, 2018; Rogers, Skinner, & Buskirk, 2009). A comunicação dessas projeções tem como função aproximar a expectativa dos investidores ao desempenho futuro das organizações, de modo a proporcionar a redução da incerteza e da assimetria informacional entre os agentes do mercado financeiro (Twedt, 2016). As projeções realizadas pelas empresas ainda podem transmitir confiança aos investidores na medida em que permitem traçar estratégias sobre o desempenho futuro (Allee, Christensen, Graden, & Merkley, 2020), bem como podem ser utilizadas como informações suplementares para que sejam tomadas decisões de investimentos sensatas pelos agentes do mercado financeiro (Ismail & El-Shaib, 2012).

Entre os instrumentos que permitem a compilação e a divulgação de informações prospectivas ao mercado destaca-se o *guidance*. No contexto brasileiro, este instrumento está inserido do Formulário de Referência emitido anualmente pelas empresas e visa apresentar os prognósticos periódicos, de curto ou de longo prazo, de natureza econômica, operacional e de resultados (Mahoney, 2008). Por se tratar de uma divulgação voluntária não há interferência externa quanto a quantidade das informações disponíveis, sendo possível apresentar tanto informações de natureza qualitativa quanto quantitativa (Macedo Neto et al., 2014).

Apesar da adoção da divulgação de *guidance* ser uma prática voluntária no contexto brasileiro, tanto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2009), quanto o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM, 2008) apresentam orientações sobre a forma de constituir estas estimativas. As orientações sugerem que o relatório de *guidance* seja segmentado em duas partes, sendo que a primeira apresente as projeções e premissas das estimativas; e o segundo realize o acompanhamento dessas projeções. Além disto, as orientações corroboram ao indicar que as empresas devem prezar pela consistência da divulgação voluntária das informações prospectivas de forma a manter os parâmetros utilizados; e recomendam que as empresas comuniquem ao mercado a interrupção desta prática o que, por vezes, não é adotada na realidade.

Aliado a esta constatação, a Teoria da Divulgação (Dye, 2001) faz uma reflexão sobre as atitudes dos gestores no que tange ao ato de optar por esta forma de divulgação. Dye (2001) aponta que os gestores tendem a divulgar as boas notícias e a reterem as más notícias, o que tem efeito sobre o nível de incerteza e de investidores informados. Essa constatação tem relação direta com a divulgação do *guidance* já que as empresas podem adotar esta prática por um tempo determinado, ou mesmo não aderirem à divulgação voluntária de informações prospectivas.

No entanto, parece que ainda não está claro, na literatura, quais são as características das empresas que aderem a esta prática de divulgação no ambiente brasileiro. Para tanto,



diferentes pesquisadores procuraram evidências que justifiquem a adoção da divulgação de informações prospectivas no Brasil. Brandão et al. (2013) analisam a empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão [B]<sup>3</sup>, em 2012, e constataram que as empresas de maior porte, listadas em segmentos diferenciados de governança e que remuneram seus gestores por meio de *stock options*, são mais propensas a divulgar informações prospectivas de *guidance*. Dias et al. (2022) analisaram exclusivamente as instituições financeiras, entre 2019 e 2021, e constataram que o nível de governança corporativa e o tamanho das entidades são fatores determinantes para a divulgação de *guidance*. Em conjunto, os estudos analisaram intervalos temporais curtos, de um a três anos, para identificar os fatores determinantes das divulgações voluntárias e não consideraram, em seus modelos, variáveis de governança corporativa ou mesmo de desempenho contábil e de mercado.

Neste cenário de incertezas sobre os fatores que determinam a respectiva divulgação voluntária, essa pesquisa questiona: quais são os fatores que influenciam a divulgação voluntária do *guidance* pelas empresas listadas na [B]<sup>3</sup>? Para tanto, analisa-se as empresas não financeiras listadas na [B]<sup>3</sup>, no horizonte de 2010 e 2022. Adota-se como perspectiva de análise a Teoria da Divulgação (Dye, 1985) que visa explicar o comportamento adotado pelas empresas no que tange à escolha pela divulgação de informações prospectivas.

Esta pesquisa contribui ao investigar as características das empresas que adotam a divulgação voluntária do *guidance* no ambiente brasileiro; apresenta uma visão abrangente da adoção do *guidance* entre as empresas de capital aberto desde a implementação da prática no Brasil, em 2010, até 2022; e, de forma análoga, demonstra os fatores que parecem estar associados às empresas que não divulgam informações prospectivas ao mercado.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Divulgação Voluntária do *Guidance*

Popularmente reconhecido como relatório de *guidance*, o referido instrumento é um meio de publicação voluntária de informações futuras trimestrais ou anuais sobre o desenvolvimento financeiro, operacional ou de resultados das companhias. A adoção dessa forma de divulgação pode conter informações relevantes ao mercado financeiro, pois levará em consideração conteúdo interno das empresas que analistas de mercado ou outros agentes desejam conhecer (Chen et al., 2011). Segundo Vergili (2008), a divulgação de informações prospectivas pode direcionar decisões e informar acionistas, investidores, analistas e profissionais da área financeira e contábil quanto as metas das empresas, bem como realizar a integração entre a realidade organizacional e expectativa do mercado.

O relatório de *guidance* teve origem nos Estados Unidos, no começo do século XX (Brandão et al., 2013), e foi incorporada ao contexto brasileiro em 2000. A partir de 2010, as estimativas realizadas pelas empresas quanto ao desempenho financeiro, operacional ou de investimentos foram concentradas no Formulário de Referência, no item no 11. O relatório prospectivo é segmentado em dois sub-relatórios, em que o item 11.1 corresponde às informações prospectivas e o item 11.2 abrange o acompanhamento dessas projeções. Apesar de ser uma forma de divulgação voluntária, tanto a CVM quanto o CODIM apresentam orientações que direcionam a adoção desta prática entre as empresas listadas na [B]<sup>3</sup>.

A CVM, por meio da Instrução nº 480/2009, orienta que o *guidance* deve apresentar os princípios, parâmetros e procedimentos utilizados para criação das metas. Ademais, menciona que as informações futuras devem ser acompanhadas periodicamente dentro de um ano, o que reforça a comparação entre o estimado e o realizado pelas empresas. O CODIM (2008), por meio do Pronunciamento de Orientação nº 4/2008, recomenda que a companhia informe ao



mercado a periodicidade, o tipo da informação, o período das estimações, a existência de restrição quanto ao silêncio que antecede a divulgação e ao prazo dessa restrição, sugerindo ainda que cabem às empresas realizarem o acompanhamento das metas, confrontando o realizado com o que foi projetado, e informando a causa do desvio das metas. Em eventual alteração da frequência das informações, a companhia deve justificar a mudança (CODIM, 2008).

De forma semelhante, ambas as orientações destacam que em cenários de descontinuidade das informações prospectivas é aconselhável que as empresas comuniquem ao mercado as justificativas para a interrupção. Para além das orientações promovidas, a supressão dessas informações pode ser analisada pela perspectiva da Teoria da Divulgação Voluntária pautada nos estudos de Verrecchia (1983) e (Dye, 1985). Para os autores, existe um equilíbrio nas formas de divulgação voluntária em que as boas notícias são comunicadas e as más notícias tendem a ser retidas. Esse comportamento ocorre porque as empresas que detém informações desfavoráveis não seriam diferenciáveis daquelas sem informação alguma (Consoni, Colauto, & Lima, 2017). Desta forma, a opção por reter informações desfavoráveis pode representar ganho competitivo já que os investidores, e demais agentes do mercado, seriam incapazes de conhecer essas informações e mensurar seu efeito (Verrecchia, 2001).

No intuito de aprofundar esta discussão entre descompasso da divulgação ou retenção de informações prospectivas, diferentes pesquisadores tem dedicado esforços para analisar seus efeitos no mercado financeiro (Balakrishnan, Billings, Kelly, & Ljungqvist, 2014; Chen et al., 2011; Didar, Abdi, & Mostafazade, 2018); as motivações para exercer a divulgação voluntária (Brandão, Assunção, Ponta, & Rebouças, 2013); ou mesmo analisar a composição das informações prospectivas reportadas ao mercado (Arantes, Gusmão, & Costa, 2019; Hayward & Fitz, 2017; Huang, Lehavy, Zang, & Zheng, 2017). No entanto, ainda são restritos os estudos que contemplam as justificativas e os determinantes para a interrupção da prática do *guidance*. Neste aspecto, os estudos preliminares apontam que fatores associados ao desempenho futuro, a incerteza ambiental ou efeito sobre a percepção do horizonte temporal dos investidores podem justificar a não divulgação voluntária do *guidance*.

O anseio por não comunicar as projeções associadas ao baixo desempenho pode conduzir à interrupção na política de divulgação voluntária (Chen et al., 2011). Nessa orientação, Chen et al. (2011) sugerem que os gestores evitam divulgar projeções de baixo desempenho contábil devido a influência dessas informações no retorno das ações. Park e Patterson (2021) salientam que a construção das estimativas é onerosa para as empresas uma vez que demandam tempo, recursos e equipes de trabalho que poderiam atuar no planejamento estratégico das empresas. Além disto, os autores sugerem que a possível falha na estimativa das métricas de desempenho podem conduzir a surpresas de ganhos negativos. Nesse cenário, a empresa pode romper com as expectativas geradas a partir das projeções divulgadas, o que podem impactar as decisões de analistas financeiros, investidores e demais agentes interessados (Hirst et al., 2008; Pfarrer et al., 2010).

O ambiente externo às empresas também pode ser um fator determinante para a interrupção da prática de *guidance*. Dado que as estimativas empresariais também estão condicionadas às intemperes do setor econômico, do ambiente político e, por vezes, por fatores extraordinários, como questões de saúde pública, e momentos mais incertos, os gerentes podem reter a divulgação de informações prospectivas (Chen et al., 2011; Kim, Su, & Zhu, 2017; Skinner et al., 2010). Desta forma, a incerteza ambiental pode também condicionar a permanência, ou não, da divulgação do *guidance*.

Outro fator determinante relacionado a não divulgação do *guidance* compreende o horizonte temporal relacionado à composição das estimativas. As empresas podem concentrar



esforços em divulgar informações prospectivas de curto prazo uma vez que estão sob menor incerteza e riscos ambientais (Aghamolla & Hashimoto, 2023). A construção dessas estimativas está associada ao processo de ancoragem em que as metas estabelecidas podem privilegiar a gestão e os investidores de curto prazo (Kim et al., 2017). Neste cenário, a perspectiva dos investidores com orientação de longo prazo pode ser comprometida. Segundo Chen et al. (2011), na tentativa de controlar a fuga de investidores institucionais com orientação de longo prazo, as empresas podem optar por descontinuar a divulgação de informações prospectivas.

Diferentes evidências empíricas demonstram que a divulgação de informações prospectivas de curto prazo pode induzir os investidores a colocar ênfase em superar as metas de curto prazo de lucros (Skinner & Sloan, 2002); se manifestar em excesso de endividamento pelo uso do crédito para cobrir as necessidades recentes de capital no intuito de cumprir as metas estabelecidas (Erasmus, 2015); comprometer a criação de valor no longo prazo (Davies, Haldane, Nielsen, & Pezzini, 2014); ou mesmo proporcionar o gerenciamento de resultados na tentativa de alcançar as metas de curto prazo estabelecidas (Luo, 2020).

Diante deste contexto, a presente pesquisa coloca em evidência os fatores determinantes da divulgação do *guidance* no ambiente brasileiro.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo proposto é investigar os fatores determinantes da divulgação voluntária do *guidance* pelas empresas não financeiras listadas no Brasil Bolsa Balcão [B]<sup>3</sup>. Assim, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, estudo longitudinal com dados em painel, e adota uma abordagem predominantemente quantitativa (Hair, Black, Anderson, & Tatham, 2009).

Para tanto, a população foi composta por todas as empresas brasileiras não financeiras com registro ativo e listadas na [B]<sup>3</sup>, perfazendo um total de 538 empresas, na posição de 2 de novembro de 2022. Na Tabela 1 apresentam-se os dados da seleção da amostra das empresas da pesquisa.

**Tabela 1**  
*Composição da amostra da pesquisa*

Descrição	Empresas	
	População	
	Total	% Total
População das empresas listadas na [B] <sup>3</sup>	538	100
(-) Excluídas as empresas financeiras listadas na [B] <sup>3</sup>	206	38,29
(=) Amostras das empresas não financeiras listadas na [B] <sup>3</sup>	332	100
(-) Excluídas as empresas que apresentam Patrimônio Líquido negativo	73	21,99
(-) Excluídas as empresas com dados contábeis indisponíveis e aquelas que tiveram ações sem liquidez em Bolsa no período	69	20,78
(=) Amostra das empresas	190	57,23

*Notas.* Empresas financeiras são os bancos, seguradoras, fundos diversos e consórcios. Patrimônio Líquido negativo no período analisado ( $PL < 0$ ). As empresas com dados contábeis indisponíveis no período e que tiveram ações sem liquidez em bolsa mostra as empresas com dados contábeis e financeiros insuficientes para a determinação das variáveis.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a empresa permanecer na amostra foram estabelecidos os seguintes critérios de filtragem: i) a empresa não deveria apresentar Patrimônio Líquido negativo no período analisado; ii) apresentar os dados contábeis necessários para a determinação das variáveis de pesquisa e que tiveram cotações nos seus preços de ações; iii) a empresa deve apresentar o Formulário de Referência nos anos de 2010 a 2022, bem como os dados financeiros necessários



para avaliação da rentabilidade; iv) a empresa não deve ser do setor financeiro. Justifica-se a exclusão das empresas financeiras, como bancos, seguradoras, fundos diversos e consórcios, pois possuem quantidades de ativos e passivos que precisam ser divulgados de acordo com o IFRS 13 *Fair Value Measurement* (IASB, 2011). Ainda, pelo fato dessas entidades financeiras apresentarem essas particularidades na norma, elas utilizam indicadores econômico-financeiros específicos na avaliação de seu desempenho e apresentam planos de contas diferentes daquelas empresas que atuam em setores não financeiros, impossibilitando a mensuração e comparação de determinadas variáveis utilizadas neste estudo. Assim, a amostra é composta por 190 empresas constituídas em painel balanceado, distribuídas em nove setores econômicos diferentes.

O período de análise compreende o horizonte de 2010 a 2022. O ano de 2010 coincide com início da divulgação das informações prospectivas de *guidance* no FR e da adoção das normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras e o ano de 2022 corresponde ao último ano com dados anuais disponíveis para realização do estudo.

As informações do *guidance* dessas empresas foram coletadas nos FR, no item 11.1 - Projeções divulgadas e premissas; e item 11.2 - Acompanhamento das projeções, obtidos no site da [B]<sup>3</sup>. Utilizam-se os dados do FR, por ser um documento eletrônico e obrigatório, divulgado pelas empresas a partir de 2010 e regulado por meio da Instrução nº 480/2009 da CVM. Considerando o período de estudo foram analisados os 2.090 relatórios de *guidance* das empresas da amostra.

Os dados sobre indicadores contábeis e de mercado foram extraídos e/ou calculados a partir das informações financeiras, coletados junto ao banco de dados da Refinitiv Eikon<sup>®</sup>.

Para codificar e analisar a divulgação voluntária do *guidance* entre as empresas é adotado o modelo Probit em dados em painel visto que a variável dependente (*guidance*) assumirá valor 1 quando as organizações efetuarem a divulgação de informações prospectivas e valor 0, caso contrário. O modelo Probit é adequado quando a variável dependente é qualitativa e binária. Essa modelagem é menos sensível a não normalidade e a heterocedasticidade dos dados (Figlioli et al., 2017) o que é consistente com o comportamento de variáveis contábeis e financeiras. Para aplicação do modelo econométrico utilizou-se o software Stata<sup>®</sup>13.

O modelo que relaciona as variáveis é apresentado na equação 1.

$$Guidance_{it} = \beta_0 + \beta_1 VMerc_{1it} + \beta_2 Rentab_{2it} + \beta_3 Endiv_{3it} + \beta_4 GovCorp_{4it} + \beta_5 Tam_{5it} + \beta_6 InvestInst_{6it} + \beta_7 ADR_{7it} + \beta_8 Setor_{8t} + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: *Guidance* = variável dependente a ser explicada;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \dots \beta_{10}$  = intercepto da regressão;  $VMerc_{it}$  = valor da empresa estimado por meio pelo valor de mercado da empresa escalonado pelo Ativo Total da empresa *i* no período *t*;  $Rentab_{it}$  = rentabilidade da empresa *i* no período *t*;  $Endiv_{it}$  = endividamento da empresa *i* no período *t*;  $GovCorp_{it}$  = governança corporativa para o segmento Novo Mercado (NM) da empresa *i* no período *t*;  $Tam_{it}$  = medida para o controle do porte da empresa, mensurado pelo logaritmo natural (*ln*) do ativo total da empresa *i* no período *t*;  $InvestInst_{it}$  = percentual de ações ordinárias detidas pelos investidores institucionais com participação igual ou maior a 25% por cento da empresa *i* no período *t*;  $ADR_{it}$  = negociação de ADRs em bolsas dos Estados Unidos da empresa *i* no período *t*;  $Setor_{it}$  = setor econômico de atividade da empresa *i* no período *t*;  $\gamma_t$  = variável *dummy* para cada ano da série de variáveis da amostra (2010 a 2022);  $\varepsilon_{it}$  = erro do modelo proposto, indicando a variância não explicada pelas medidas das variável independente (divulgação do *guidance*); pelas variáveis dependentes (rentabilidade); pelas variáveis de controle; e pelas variáveis *dummy* de tempo e setor.

Inferre-se que as variáveis adotadas no estudo possam explicar a opção adotada pela gestão organizacional, pela divulgação de informações prospectivas, e que a análise apresentará



os possíveis determinantes da divulgação do *guidance* de empresas que adotaram esta política. Assim, foram empregadas variáveis: valor de mercado; rentabilidade; endividamento; governança corporativa; tamanho; investidor institucional; emissão de ADR e setores, na tentativa de identificar os determinantes para a adoção da prática de *guidance*.

A variável valor de mercado ( $VMerc_{it}$ ) será estimado pelo valor de mercado da empresa medido pela capitalização de mercado (*Company Market Cap*). Optou-se pela capitalização de mercado por medir a quantidade de dinheiro que custaria se o investidor fosse comprar cada ação emitida de uma empresa ao preço atual de mercado e por este método ser utilizado em estudos sobre estrutura de propriedade e valor, inclusive no contexto brasileiro (Caixe & Krauter, 2013; Marques et al., 2015).

A rentabilidade ( $Rentab_{it}$ ) da empresa é medida pelo Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) que pode influenciar o valor de mercado da empresa, pois investidores podem priorizar em sua carteira de investimentos, ações de empresa que auferem lucros contábeis em relação às demais empresas (Caixe & Krauter, 2013; Marques et al., 2015).

O endividamento ( $Endiv_{it}$ ) foi empregado para avaliar o desempenho da empresa medido pela razão entre o passivo oneroso de curto e longo prazo pelo patrimônio líquido.

Para a governança corporativa ( $GovCorp_{it}$ ) adota-se uma variável *dummy* apenas para o segmento Novo Mercado (NM), baseando-se em estudos que verificaram que este é o nível de governança que tem maior relação com a intangibilidade e que demonstraram que as diferenças de exigências para acesso aos demais níveis de governança não são relacionadas (Machado & Famá, 2011; Monte et al., 2010).

O tamanho do ativo total ( $Tam_{it}$ ) mensura o porte da empresa pelo logaritmo natural ( $\ln$ ) do Ativo Total da empresa, destacando que o tamanho dos ativos pode evidenciar a existência de vantagem competitiva representada pelo desempenho da empresa (Caixe & Krauter, 2013).

O investidor institucional ( $InvestInst_{it}$ ) será medido por meio da soma do percentual de ações ordinárias detidas pelos investidores institucionais com participação igual ou maior a 25% por cento, que é uma obrigatoriedade de divulgação dos acionistas das companhias de capital aberto exigida pela CVM, §2º do art. 15 (Altera e Acrescenta Dispositivos Na Lei No 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, Que Dispõe Sobre as Sociedades Por Ações, e Na Lei No 6.385, de 7 de Dezembro de 1976, Que Dispõe Sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Cria a Comissão de Valores Mobiliários., 2001).

A emissão de ADR ( $ADR_{it}$ ) foi empregada para medir o índice de internacionalização de negociação de títulos em bolsas dos Estados Unidos.

O setor da empresa ( $Setor_{it}$ ) representa os diferentes segmentos em que as empresas atuam, empregando-se a classificação disponibilizada pela [B]<sup>3</sup> que dispõem as empresas em 10 setores. Assim, a *dummy* setorial busca destacar a influência do tipo de atividade econômica do setor sobre o desempenho das empresas. É utilizada a variável *dummy* ( $\gamma_t$ ) para cada ano da série de variáveis da amostra (2010 a 2020); e  $\varepsilon_{it}$  = erro do modelo proposto, indicando a variância não explicada pelas medidas da variável independente, pela variável dependente, pelas variáveis de controle, e pelas variáveis *dummy* de tempo.

A Tabela 2 apresenta as variáveis adotadas como possíveis determinantes para a divulgação do *guidance*.



**Tabela 2**

*Detalhamento das variáveis utilizadas no modelo*

Nome da Variável	Definição Operacional	Forma de Mensuração	Fonte	Relação Esperada
$Guidance_{it}$	Verifica a divulgação, ou não, do <i>guidance</i> .	<i>Dummy</i> : 1 para empresas que divulgam o <i>guidance</i> ; 0, caso contrário.	Formulário de Referência.	Variável Dependente
Valor de mercado da empresa ( $VMerc_{it}$ )	Valor de Mercado da empresa.	Valor de Mercado da empresa ( <i>Company Market Cap</i> ).	Caixe e Krauter (2013); Marques et al. (2015).	Positiva
Rentabilidade ( $Rentab_{it}$ )	Verifica a rentabilidade da empresa medida pela razão entre EBITDA e Ativo Total.	ROIC = EBITDA/Ativo Total.	Caixe e Krauter (2013).	Positiva
Endividamento ( $Endiv_{it}$ )	Verifica o nível de endividamento da empresa.	Razão entre o Passivo Oneroso e o Ativo Total.	Hauser (2018); Macedo Neto <i>et al</i> (2012); Brandão <i>et al</i> (2013).	Positiva
Governança Corporativa ( $GovCorp_{it}$ )	Verifica se a empresa está registrada no segmento do Novo Mercado (NM) da [B] <sup>3</sup> .	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para o Novo Mercado e 0 para os demais níveis ou sem adesão.	Machado & Famá (2011); Monte, Rezende, Teixeira, & Besarria (2010).	Positiva
Tamanho ( $Tam_{it}$ )	Mede o porte da empresa.	Logaritmo neperiano ( <i>ln</i> ) do Ativo Total.	Caixe e Krauter (2013).	Positiva
Investidores Institucionais ( $InvestInst_{it}$ )	Verifica o percentual de participação de investidores institucionais que compõem a empresa.	Presença ( <i>dummy</i> ): variável binária que assume valor 1 se houver ao menos um investidor institucional com mais de 25% do capital votante na estrutura acionária da empresa investida.	Aggarwal, Erel, Ferreira e Matos, (2011); De-la-Hoz e Pombo (2016).	Positiva
<i>American Depository Receipt</i> ( $ADR_{it}$ )	Verifica se as empresas estão listadas em bolsas estrangeiras.	<i>Dummy</i> : 1, se a empresa emite ADR; e 0, caso contrário.	Aggarwal et al., (2011); De-la-Hoz e Pombo (2016).	Positiva
Setor ( $Setor_{it}$ )	Verifica se setores regulados apresentam maiores níveis de divulgação.	<i>Dummy</i> para os setores empregando-se a classificação disponibilizada pela [B] <sup>3</sup> .	Brandão <i>et al</i> (2012).	Positiva

Fonte: Dados da pesquisa.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

Na Tabela 3 apresenta-se as estatísticas descritivas para a variável dependente (*Guidance*) e variáveis independentes ( $VMerc_{it}$ ), Rentabilidade ( $Rentab_{it}$ ), Endividamento ( $Endiv_{it}$ ), Tamanho ( $Tam_{it}$ ). As demais variáveis de controle Governança Corporativa



(GovCorp<sub>it</sub>), Investidores Institucionais (InvInst<sub>it</sub>), ADR (ADR<sub>it</sub>), Setor (Setor<sub>it</sub>) são caracterizados como variável *dummy*, assumindo o valor 0 e 1.

**Tabela 3**

*Estatística descritiva das empresas que publicaram guidance por segmento de listagem*

Variáveis	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
VMerc	2.090	0,00008	0,00005	0,00002	0,00010
Rentab	2.090	0,03845	0,07565	-0,98148	0,05266
Endiv	2.090	1,82011	2,59025	0,00000	50,04075
Tam	2.090	20,70471	5,37404	0,00000	27,61836
GovCorp	2.090			0	1
InvInst	2.090			0	1
ADR	2.090			0	1
Setor	2.090			0	1

Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas são classificadas nos segmentos de listagem da [B]<sup>3</sup> nos seguintes segmentos: Bovespa Mais (BM), Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1). Nesses segmentos, as práticas de governança corporativa são exigidas em níveis diferenciados e vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações, com o objetivo de melhorar a avaliação das empresas, que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem.

Na Tabela 4 apresenta-se as empresas listadas na [B]<sup>3</sup> que publicaram *guidance* no período analisado de 2010 a 2022, distribuídas por segmento de listagem.

**Tabela 4**

*Empresas que publicaram guidance por segmento de listagem*

Segmento de listagem na [B] <sup>3</sup>	Total de empresas	Empresas que publicaram <i>guidance</i> no período	Empresas que publicaram <i>guidance</i> , por segmento (%)
NM	117	62	52,99
N2	2	1	50,00
N1	18	11	61,11
BM	7	1	14,28
Sem segmento	46	19	41,30
Total	190	94	49,47

Notas. Novo Mercado: NM; Nível 2: N2; Nível 1: N1; Bovespa Mais: MA; Sem segmento de listagem na [B]<sup>3</sup>.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 4, que a proporção percentual de empresas que publicaram o *guidance* e classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 é de 52,99%, 50% e 61,11%, respectivamente, inferindo-se que na medida em que essas empresas adotam melhores práticas de governança corporativa e participam dos segmentos de listagem mais elevados, essas empresas tendem a publicar regularmente o *guidance*. Nas empresas que não participam dos níveis diferenciados de governança corporativa verifica-se que 41,30% publicaram o *guidance* no período.

Na Tabela 5 apresenta-se as empresas que publicaram *guidance* distribuídas por setor e por segmento de listagem na [B]<sup>3</sup>.



**Tabela 5**

*Setores que publicaram guidance por segmento de listagem*

Setor	NM	N2	N1	BM	Sem Segmento	Total	%
Telecomunicações	2		1		1	4	2,11
Consumo Cíclico	30		6		10	46	24,21
Consumo Não Cíclico	14				5	19	10,00
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4				1	5	2,63
Saúde	11			2	3	16	8,42
Bens Industriais	21		4	2	6	33	17,37
Tecnologia da Informação	8					8	4,21
Materiais Básicos	6	1	5	2	3	17	8,95
Serviços Setor de Informática	0			1		1	0,53
Imóveis	10	1			1	12	6,32
Utilidade Pública	11		2	1	15	29	15,26
Total	117	2	18	8	45	190	100,00

Nota. Novo Mercado: NM; Nível 2: N2; Nível 1: N1; Bovespa Mais: MA; Sem segmento de listagem na [B]<sup>3</sup>.

Fonte: Dados da pesquisa.

A disposição dos dados sobre a divulgação do *guidance*, presente na Tabela 5, reforça a evidência de que as empresas em níveis elevados de governança corporativa optam pela divulgação voluntária. Dentre a amostra de empresas investigadas, os setores de consumo cíclico (24,21%); bens industriais (17,37%) e de utilidade pública (15,26%), concentram mais de 65% da divulgação voluntária de informações prospectivas e parece estar diretamente associada a concentração de empresas nestes setores.

## 4.2 Análise da regressão

### 4.2.1 Adequação dos parâmetros do modelo Probit

Para analisar os fatores determinantes da divulgação voluntária do *guidance* entre as empresas utiliza-se a regressão pelo modelo Probit, visto que esta análise de regressão é apropriada para conjuntos de dados em que a variável dependente (*guidance*) é medida em unidade dicotômica (0 e 1). A Equação 1 expressa em termos de probabilidade a relação entre as variáveis independentes e a divulgação do *guidance*. O valor resultante da equação é uma probabilidade e, como tal, varia sempre entre 0 e 1.

Na Tabela 6 apresenta-se a classificação das observações da variável *guidance* assumindo o valor 1 quando as empresas divulgam o *guidance* e valor 0, caso contrário.

**Tabela 6**

*Tabela de classificação da variável guidance*

Observado	Previsto		
	0 (Não divulgam)	1 (Divulgam)	Porcentagem
0	1.482	84	94,63%
1	428	96	18,32%
Total	1.910	180	
Porcentagem total			75,50%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 6 que o modelo prevê os valores observados da probabilidade da divulgação das projeções do *guidance*. Entre os 2.090 Formulários de Referência analisados,



as empresas divulgaram 180 relatórios de *guidance* no período e nessa situação o modelo prevê que estará correto 96 vezes em 180 (53,33%) e incorreto 84 vezes em 180 (46,67%).

Além disso, o modelo prevê que empresas optaram por não divulgar, no período, 1.910 relatórios de *guidance*, assim, o modelo prevê, nesta situação que estará correto 1.482 vezes em 1.910 (77,59%) e errado 428 vezes em 1.910 (22,40%). Atribuindo-se a todas as observações a característica predominante da amostra, o modelo classifica corretamente um percentual global de acerto de 75,50% das previsões.

Na Tabela 7 apresentam-se os testes em etapas dos coeficientes do modelo (*Omnibus Tests of Model Coeficientes*), com o objetivo de testar se a hipótese dos coeficientes da equação é nula.

**Tabela 7**

*Testes de coeficientes de modelo Omnibus*

	Qui-quadrado	df	Sig.
<i>Step</i> (Etapa)	355,872	15	0,000
<i>Block</i> (Bloco)	355,872	15	0,000
<i>Model</i> (Modelo)	355,872	15	0,000

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 7 utiliza-se o *Model Chi-square* para testar a hipótese de que todos os coeficientes da equação são nulos. Nota-se que o valor do modelo *Omnibus* foi de 355,872. Esse valor corresponde à diferença entre o valor obtido quando se inclui apenas a constante no modelo e o calculado após a inclusão de todas as variáveis independentes.

Com a inclusão das variáveis preditoras, espera-se que o *Likelihood Value* sofra uma redução estatisticamente significativa. Com 15 graus de liberdade, correspondentes à diferença entre o número de parâmetros estimados nos modelos inicial e final, e considerando somente a constante e as variáveis independentes, conclui-se que pelo menos um dos coeficientes do modelo da regressão é diferente de zero. Verifica-se, ainda, a existência de mais dois testes: o *Step* e o *Block*, que têm significado semelhante ao do *Model*. Como a análise está sendo realizada com a inclusão simultânea de todas as variáveis independentes, está explicado o porquê de seus valores serem coincidentes.

Na Tabela 8 apresenta-se um resumo do modelo, considerando todas as variáveis independentes. O grau de adequação do modelo é medido pelo  $-2\text{LogLikelihood}$  ( $-2$  Verossimilhança-log).

**Tabela 8**

*Resumo do modelo*

$-2\text{LogLikelihood}$ (Verossimilhança de log -2)	R quadrado de Cox & Snell	R quadrado de Nagelkerke
1997,979 <sup>a</sup>	0,157	0,232

Nota. <sup>a</sup> Estimação encerrada no número de iteração 5 porque o parâmetro mudou em menos de 0,001.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 8 que o valor de  $-2\text{LogLikelihood}$  ( $-2\text{LL}$ ) é de 2139,734, e sua finalidade é facilitar a comparação do desempenho de modelos alternativos, incorporando as variáveis independentes, salientando que quanto menor o valor do  $-2\text{LL}$ , maior o poder preditivo do modelo. O teste Cox & Snell indica que cerca de 15,7% das variações ocorridas no *log* da razão de chances são explicados pelo conjunto das variáveis independentes. O teste de Nagelkerke, por sua vez, é uma versão do Cox & Snell adaptada para fornecer resultados



entre 0 e 1. Por essa medida conclui-se que o modelo é capaz de explicar cerca de 23,20% das variações registradas na variável dependente.

Na Tabela 9 apresentam-se as variáveis na equação informando quais os parâmetros do modelo são utilizados como previsores.

**Tabela 9**

*Parâmetros do modelo*

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
Constante	-1,095	0,05	470,584	1	0	0,335

Fonte: Dados da pesquisa.

Constata-se na Tabela 9 que os valores de significância da estatística de Wald (470,584) para cada predictor indicam que os parâmetros podem prever significativamente ( $p < 0,001$ ) os fatores determinantes da divulgação das projeções do *guidance*. Os valores da Exp B (0,335) indicam que se o percentual das empresas que não divulgaram as projeções do *guidance* aumentam em uma unidade ao longo da escala.

Realizou-se o teste de aderência de Hosmer e Lemeshow que testa a hipótese de que os dados observados são significativamente diferentes dos valores previstos no modelo. Field (2009) argumenta que um valor não significativo para esse teste indicaria que esse modelo não difere significativamente dos dados observados. O resultado do teste do *Qui-quadrado* apresentou o valor de 27,689 e significância de 0,001 assim, de acordo com (Fields, 2009) é indicativo de que o modelo irá prever os valores da probabilidade de descontinuidade da divulgação das projeções do *guidance*. O valor da distribuição do *Qui-quadrado* leva à conclusão de que os valores preditos não são significativamente diferentes dos observados, portanto, o modelo pode ser utilizado para estimar os fatores determinantes da divulgação das projeções do *guidance*, em função das variáveis independentes. Questiona-se, ainda, se esse resultado realmente é favorável, uma vez que o nível de significância encontrado (0,001) foi superior ao nível de significância de 0,05. A resposta é sim, visto que se o resultado estivesse em uma condição igual ou inferior ao nível de significância, teria que rejeitar a hipótese de que não existem diferenças significativas entre os valores esperados e observados.

#### 4.2.2 Análise da regressão utilizando o modelo Probit

Na Tabela 10 apresentam-se os resultados da regressão utilizando o modelo Probit. Observa-se que a relação entre a divulgação do *Guidance*<sub>it</sub> e o *VMerc*<sub>it</sub> foi negativa e significativa ao nível de 1%. Assim, os resultados sugerem que as empresas com menor valor de mercado tendem a possuir maior probabilidade de adotar a divulgação de informações prospectivas. O resultado sugere que as empresas com menor valor de mercado adotam as práticas de divulgação voluntária de informações prospectivas. O comportamento coloca em evidência que a adoção de *guidance* pode ser utilizada como estratégia para melhorar a imagem ou reputação da empresa perante o mercado. Segundo Twedt (2016), a divulgação de projeções contábeis tende a aproximar a expectativa dos investidores ao desempenho futuro das organizações. Desta forma, a prática do *guidance* pode ser entendida como uma forma de reduzir a incerteza e a assimetria informacional entre empresa e os agentes do mercado.



**Tabela 10**

*Análise do modelo Probit*

Probit regression					Number of obs:	2090
					LR chi2(14):	360,220
					Prob > chi2:	0,000
					Pseudo R2:	0,153
Log likelihood = -1069.6947						
<i>Guidance</i>	Coefficientes	Erro-Padrão	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Cons	<b>-0,00008</b>	0,06116	-12,73	<b>0,000***</b>	-8,98196	-6,58452
VMerc	<b>-0,00007</b>	0,00001	-0,92	<b>0,035**</b>	0,00000	0,00000
Rentab	<b>-0,91212</b>	0,42220	-2,16	<b>0,031**</b>	-1,73962	-0,08462
Endiv	<b>-0,03960</b>	0,01331	-2,98	<b>0,003***</b>	-0,06569	-0,01352
GovCorp	<b>0,19626</b>	0,06909	2,84	<b>0,005***</b>	0,06085	0,33167
Tam	<b>0,30878</b>	0,02670	11,56	<b>0,000***</b>	0,25644	0,36112
InvInst	<b>0,27310</b>	0,07347	3,72	<b>0,000***</b>	0,12911	0,41709
ADR	-0,07902	0,10444	-0,76	0,449	-0,28371	0,12568
BensInd	0,03580	0,12164	0,29	0,769	-0,20260	0,27420
ConsCicl	<b>0,30881</b>	0,10723	2,88	<b>0,004***</b>	0,09865	0,51897
ConsNCicl	<b>0,71636</b>	0,12455	5,75	<b>0,000***</b>	0,47224	0,96047
MatBas	-0,01539	0,13748	-0,11	0,911	-0,28484	0,25407
PetroGas	<b>0,77017</b>	0,20738	3,71	<b>0,000***</b>	0,36371	1,17663
Saude	0,01245	0,15815	0,08	0,937	-0,29753	0,32242
TecInf	0,25318	0,20355	1,24	0,214	-0,14578	0,65214
Telecom	<b>0,32859</b>	0,13652	2,41	<b>0,016**</b>	0,06102	0,59617

Controle Setorial: Sim  
Ano: Sim

Notas. 1. \*\*\*, \*\* e \*, *p*-valor significativo ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente. 2. Os coeficientes em negrito correspondem aos valores com *p*-valor significativo.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A relação entre a divulgação do  $Guidance_{it}$  e a  $Rentab_{it}$  foi negativa e significativa ao nível de 5%, e sugere que quanto menor a rentabilidade maior será a probabilidade de a empresa optar pela prática de divulgação do *guidance*. De forma semelhante, o achado converge para o uso das práticas de divulgação voluntária por empresas com menor rentabilidade e valor de mercado. Assim, parece que o *guidance* tem sido utilizado, por estas empresas, como uma forma de melhorar sua reputação junto ao mercado. Segundo Allee et al. (2020), as divulgações de informações prospectivas podem transmitir confiança aos investidores na medida em que permitem traçar estratégias sobre o desempenho futuro. Em relação a literatura prévia, Brandão et al. (2013) também constataram que empresas com menor rentabilidade tendem a adotar a divulgação de informações prospectivas. Para os autores, esta adoção está associada a uma forma de ampliar o disclosure de informações contábeis, pelas empresas com menor rentabilidade, na tentativa de aproximarem-se de empresas com maior rentabilidade.

Observa-se, ainda, na Tabela 10, que a relação entre  $Endiv_{it}$  e  $Guidance_{it}$  foi negativa e significativa ao nível de 1%. Desta forma, entende-se que empresas com menor nível de endividamento optam pela prática de *guidance*. Em relação a variável  $GovCorp_{it}$ , nota-se efeito positivo e significativo, ao nível de 1%, assemelhando-se aos estudos que afirmam que o segmento Novo Mercado (NM) é o nível de governança que tem maior relação com a intangibilidade e demonstraram que as diferenças de exigências para acesso aos demais níveis de governança não são relacionadas (Machado & Famá, 2011; Monte et al., 2010). Empresas com Governança Corporativa ( $GovCorp_{it}$ ) no segmento do Novo Mercado (NM) possuem maior probabilidade de divulgar na projeção do que daquelas empresas em outros segmentos.

A relação entre a variável  $Tam_{it}$  e o  $Guidance_{it}$  foi positiva e significativa ao nível de 1%, assemelhando-se aos estudos que argumentam que o tamanho dos ativos pode evidenciar



a existência de vantagem competitiva representada pelo desempenho da empresa (Caixe & Krauter, 2013). Os resultados mostram que empresas com maior Ativo Total ( $Tam_{it}$ ) tem maior probabilidade de divulgar projeções de *guidance*.

A relação entre  $InvInst_{it}$  e o  $Guidance_{it}$  foi positiva e significativa ao nível de 1%, e apontam evidências empíricas que, embora os investidores institucionais busquem melhores estrutura de governança, essa estrutura de governança melhora após a entrada deles e não o contrário; e a presença de investidor institucional parece ser importante e ter impacto positivo e significativo na avaliação das empresas (Aggarwal et al., 2011; De-la-Hoz & Pombo, 2016). Assim, entende-se que empresas com investidor institucional ( $InvestInst_{it}$ ) com participação igual ou maior a 25% por cento, tem menor probabilidade de descontinuidade na projeção do *guidance*. Para a variável  $ADR_{it}$ , o efeito não significativo.

Na relação entre o  $Setor_{it}$  e o  $Guidance_{it}$  observou-se que o setor de Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico, Petróleo Gás e Biocombustíveis e Telecomunicações foi positiva e significativa ao nível de 1%. Os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos, Saúde e Tecnologia da Informação não foi significativa para as empresas nesses segmentos. Considerando que o setor da empresa representa os diferentes segmentos em que as empresas atuam, de acordo com a classificação da [B]<sup>3</sup> evidencia-se nos resultados a influência da divulgação do *guidance* por tipo de atividade econômica do setor. A relação anunciada, entre divulgação do *guidance* entre os setores de telecomunicações e de consumo cíclico também foram reportadas por Brandão et al. (2013). Desta forma, a presente pesquisa reforça os achados encontrados pelos autores e consolida a predominância de setores específico quanto a divulgação de informações prospectivas, sendo ainda mais relevante ao demonstrar que o comportamento parece ser constante na análise temporal realizada por este estudo.

Quanto a análise teórica, observou-se que os resultados apresentados são consistentes com a perspectiva de análise da Teoria da Divulgação Voluntária (Dye, 1985) ao apontar que os gestores tendem a divulgar as boas notícias e a reterem aquelas que pesem contra as organizações.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo investigou os fatores determinantes da divulgação voluntária do *guidance* entre as empresas não financeiras listadas no Brasil Bolsa Balcão [B]<sup>3</sup>. Para tanto, analisou a prática de divulgação voluntária entre 2010 e 2022, e adotou como perspectiva de análise a Teoria da Divulgação (Dye, 1985). Ao todo, foram analisados 2.090 relatórios de *guidance* de 190 empresas listadas na [B]<sup>3</sup>.

Os achados sugerem que as empresas com menor valor de mercado, rentabilidade e nível de endividamento tem a maior probabilidade de adotar a divulgação de informações prospectivas. Ao analisar a governança corporativa, as empresas que adotam a prática encontram-se no nível Novo Mercado; tem maior probabilidade de terem investidores institucionais na composição da estrutura de propriedade; e possuem maior tamanho. Além disto, os setores empresariais que adotam a prática são consumo cíclico, não cíclico, petróleo e gás e de telecomunicações.

Em conjunto, os dados sugerem que a comunicação de projeções de *guidance* ao mercado pode aproximar os anseios da empresa às expectativas dos investidores e pode ser utilizada como um instrumento para melhorar a imagem da entidade no mercado. A adoção da prática entre empresas com menor valor de mercado e rentabilidade parece indicar que as entidades almejam melhorar o desempenho e a divulgação voluntária de informações contábeis prospectivas parecer ser um instrumento para alcançar este fim.



Os resultados também dialogam com estudos anteriores que tentaram identificar os fatores determinantes para a divulgação de *guidance*, como o proposto por Brandão et al. (2013). Para além dos achados dos autores, o presente estudo avança ao abordar um horizonte temporal mais extenso, bem como reporta resultados complementares ao proposto pelos autores ao demonstrar a relação entre *guidance*, investidores institucionais e governança corporativa, relações que ainda não haviam sido testadas empiricamente.

As evidências reportadas têm implicações para reguladores e acadêmicos, ao abranger as divulgações voluntárias prospectivas das empresas e sua associação aos segmentos diferenciados de atuação das empresas; bem como ao demonstrar quais grupos empresariais tem maior probabilidade de adotar a forma de divulgação voluntária.

Como limitações, evidencia-se que este estudo foi baseado em uma amostra de empresas brasileiras, destacando-se a não utilização de empresas do setor financeiro listadas na [B]<sup>3</sup> devido a suas características e mecanismos regulatórios, o que impossibilita a generalização dos resultados para todas as empresas de capital aberto. Sugere-se que estudos futuros analisem o setor financeiro, estendendo essa pesquisa e comparando os resultados obtidos com empresas de outros países. De forma semelhante, recomenda-se que novas incursões investigativas sejam realizadas na tentativa de explicar a composição das informações prospectivas reportadas pelas empresas que contém os fatores determinados elencados nesta pesquisa. Assim, poderá ser possível relacionar as informações divulgadas às características das empresas.

## REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>.
- Allee, K. D., Christensen, T. E., Graden, B. S., & Merkley, K. J. (2020). The Genesis of Voluntary Disclosure: An Analysis of Firms' First Earnings Guidance. *Management Science*, (December). <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3514>
- Arantes, V. A., Dias, D. P., & Soares, R. O. (2020). O que os investidores não veem, o mercado não sente: reflexões sobre a divulgação voluntária de informações prospectivas. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 25(3), 118–132. <https://doi.org/https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v25i3.53140>
- Arantes, V. A., Gusmão, I. B., & Costa, M. C. (2019). Análise do relatório de guidance em empresas investigadas pela Polícia Federal: exame sob a perspectiva do gerenciamento de impressões. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13, e148176. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.148176>
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *Journal of Finance*, 69(5), 2237–2278. <https://doi.org/10.1111/jofi.12180>
- Brandão, Assunção, Ponta, & Rebouças. (2013). Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(21), 87–114. Recuperado de <http://dx.doi.org.br/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>
- Brandão, I. de F., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2014). Características do guidance nas maiores companhias de capital aberto do Brasil. *Revista Universo Contábil*, 106–127. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014432>
- Brasil. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. (2001).



- Brasil. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm)
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). Relação Dinâmica Entre a Estrutura de Propriedade e Controle e o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142–153. Recuperado de <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/cbdv.200490137/abstract>
- Chen, S., Matsumoto, D., & Rajgopal, S. (2011). Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1–2), 134–150. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.006>
- Cheng, M., Subramanyam, K. R., & Zhang, Y. (2005). Earnings Guidance and Managerial Myopia. *Working paper*, (November), 1–44. <https://doi.org/10.2139/ssrn.851545>
- CODIM. Pronunciamento de Orientação n.04, de 17 de abril (2008). Brasil.
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. de. (2017). Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249–263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>
- CVM. Instrução CVM No 480, de 7 Dezembro de 2009, 2009 § (2009). Brasil. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst391.html>
- Davies, R., Haldane, A. G., Nielsen, M., & Pezzini, S. (2014). Measuring the costs of short-termism. *Journal of Financial Stability*, 12(1), 16–25. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.07.002>
- De-la-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2016). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197–221. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.12.001>
- Dias, E. J. P., Carvalho, R. S. de, & Tonin, J. M. da F. (2021). Determinantes da divulgação do guidance por instituições bancárias listadas na B3. In *Congresso USP de Iniciação Científica* (No. 19; 19, Vol. 14). <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3999.pdf>
- Didar, H., Abdi, S., & Mostafazade, V. (2018). Voluntary Disclosure and Informational Content of Share Price: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Iranian Journal of Management Studies*, 11(1), 185–208. <https://doi.org/10.22059/ijms.2018.238032.672751>
- Dye. (2001). An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 181–235.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123–145. <https://doi.org/10.2307/2490910>
- Erasmus. (2015). Investor short-termism and managerial myopia: irrational behaviour or human nature? Recuperado de <https://scholar.sun.ac.za/handle/10019.1/106773>
- Fields, A. (2009). *Descobrendo a estatística usando o SPSS*. (Artmed, Org.) (2º ed). Porto Alegre: Artmed.
- Figlioli, B., Lemes, S., & Lima, F. G. (2017). IIFRS, sincronicidade e crise financeira: a dinâmica da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Finanças USP*, 1–18. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201704450>
- Gallon, A. V., Beuren, I. M., & Hein, N. (2007). Análise da relação entre evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das empresas na Bovespa. *Revista de informação contábil*, 1(2), 18–41.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Hair, J. F., Black, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. (Bookman, Org.) (6º ed). Porto Alegre.



- Hart, M. (2018). How informative is qualitative management earnings guidance? *Advances in Accounting*, 41(March), 59–73. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.03.003>
- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128(1), 16–37. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.01.009>
- Hayward, M. L. A., & Fitza, M. A. (2017). Pseudo-precision? Precise forecasts and impression management in managerial earnings forecasts. *Academy of Management Journal*, 60(3), 1094–1116. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0304>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hirst, D. E., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management earnings forecasts: A review and framework. *Accounting Horizons*, 22(3), 315–338. <https://doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>
- Huang, A. H., Lehavy, R., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2017). Analyst information discovery and interpretation roles: A topic modeling approach. *Management Science*, 64(6), 1–23. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2751>
- Ismail, T. H., & El-Shaib, N. M. (2012). Impact of market and organizational determinants on voluntary disclosure in Egyptian companies. *Meditari Accountancy Research*, 20(2), 113–133. <https://doi.org/10.1108/10222521211277825>
- Kim, Y., Su, L. (Nancy), & Zhu, X. (Kevin). (2017). Does the cessation of quarterly earnings guidance reduce investors' short-termism? *Review of Accounting Studies*, 22(2), 715–752. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9397-z>
- Luo, B. (2020). Short-term management earnings forecasts and earnings management through real activities manipulation. *Asian Review of Accounting*, 28(1), 110–138. <https://doi.org/10.1108/ARA-09-2018-0168>
- Macedo Neto, H., Vasconcelos, A. C. de, De Luca, M. M. M., & Figueiredo Júnior, H. S. (2014). 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*, 9(1), 105–123. [https://doi.org/https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v9i1.13314](https://doi.org/https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i1.13314)
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos Intangíveis e Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro DOI:10.5007/2175-8069.2011v8n16p89. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89–110. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p89>
- Mahoney, W. F. (2008). Guidance: o bom, o ruim e o desagradável. *Revista Relações com Investidores*, 4, 26–29.
- Marques, T. de Á., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). a Concentração Acionária No Brasil: Análise Dos Impactos No Desempenho, Valor E Risco Das Empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100–133. <https://doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>
- Monte, P. A. do, Rezende, I. C. C., Teixeira, G. da S., & Besarria, C. da N. (2010). Existe relação entre Governança Corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(2), 15–44.
- Park, S. H., & Patterson, K. (2021). Being Counted and Remaining Accountable: Maintenance of Quarterly Earnings Guidance by U.S. Public Companies. *Organization Science*, 32(3), 544–567.
- Pfarrer, M. D., Pollock, T. G., & Rindova, V. P. (2010). A Tale of two assets: the effects of firm reputation and celebrity on earnings surprises and investors' reactions. *Academy of Management 2008 Annual Meeting: The Questions We Ask, AOM 2008*, 53(5), 1131–



1152. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2008.33725628>
- Rogers, J. L., Skinner, D., & Buskirk, A. V. (2009). Earnings guidance and market uncertainty. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 97–111. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.12.001>
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C. de, & De Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização de Empresas e Governança Corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300–319. <https://doi.org/10.14392/asaa.2015080302>
- Skinner, D. J., & Sloan, R. (2002). Earnings Surprises , Growth Expectations , and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, (7), 289–312. <https://doi.org/https://doi.org/10.1023/A:1020294523516>
- Skinner, D. J., Sloan, R., Rogers, J. L., Skinner, D. J., Buskirk, A. V., Feng, M., ... Lev, B. (2010). On guidance and volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(2–3), 134–150. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.006>
- Twedt, B. (2016). Spreading the Word: Price discovery and newswire dissemination of management earnings guidance. *Accounting Review*, 91(1), 317–346. <https://doi.org/10.2308/accr-51129>
- Vergili, R. (2008). Codim divulga pronunciamento sobre guidance. *Revista de Informações para Investidores*, 121(32). Recuperado de <http://www.ibri.com.br/documento/1863>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194. Recuperado de [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97–180. Recuperado de <papers3://publication/uuid/BE69A206-2663-48F1-BCB8-46ED22FA6FAF>