

DIVULGAÇÃO DO *GUIDANCE* E ESTRUTURA DE PROPRIEDADEDISCLOSURE OF *GUIDANCE* AND OWNERSHIP STRUCTURE**Ricardo Carvalho da Silva**

Mestre em Controladoria e Contabilidade (UFMG)

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

e-mail: rickmaisbh@gmail.com**Wagner Moura Lamounier**

Doutor em Economia (UFV)

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

e-mail: wagner@face.ufmg.br**Neiva dos Santos Andrade**

Mestre em Controladoria e Contabilidade (UFMG)

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

e-mail: neiva.sandrade@hotmail.com**Resumo:**

Este estudo tem como objetivo verificar a influência da estrutura de propriedade na prática da divulgação do *Guidance*. Considerando que se trata de um mecanismo de divulgação voluntária e que visa promover maior transparência de informações, verifica-se uma relação entre forma de distribuição das ações e o esforço divulgação do *Guidance* nas empresas analisadas. Nesse contexto, avaliou-se a situação do mercado brasileiro, tomando uma amostra formada pelas empresas listadas no seguimento do Novo Mercado, em que se preconiza maior qualidade da informação. Os dados são do período de 2015 a 2019, totalizando 560 observações. Utilizou-se da análise fatorial para estimar os fatores que espelhassem o nível da prática do *Guidance* na amostra. Posteriormente, por meio de uma regressão para dados em painel, procedeu-se a análise dos resultados. Verificou-se que o nível de concentração acionária identificada nas empresas contribuiu para o aumento da divulgação voluntária do *Guidance*, principalmente no que tange aos fatores ligados: a ajustes, projeções, receitas e produção; à projeção de fluxos de caixa e margens; de CAPEX e de investimentos. Por outro lado, a divulgação de fatores que tratam da projeção de despesas e lucros é desestimulada nesse mesmo ambiente. Observou-se que outras características das empresas impactam a divulgação do *Guidance*. Dentre elas se destacam: o tamanho e a independência do conselho de administração; a dualidade do maior acionista atuando como também controlador; o tamanho e o endividamento.

Palavras-Chave: *disclosure* voluntário; *Guidance*; estrutura de propriedade.**Abstract:**

This study aims to verify the influence of ownership structure on the practice of *Guidance* disclosure. Considering that this is a voluntary disclosure mechanism and which aims to promote greater transparency of information, there is a relationship between the form of distribution of shares and the effort to disclose *Guidance* in the analyzed companies. In this context, the situation of the Brazilian market was evaluated, taking a sample formed by the companies listed in the Novo Mercado segment, which recommends better quality of

SILVA, R. C. da; LAMOUNIER, W. M.; ANDRADE, N. dos S. Divulgação do *guidance* e estrutura de propriedade.

CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting, Monte Carmelo, v. 10, n. 1, p. 1-21, jan.-jun./2023.

- a) Submissão em: 05/11/2021.
- b) Envio para avaliação em: 17/11/2021.
- c) Término da avaliação em: 22/11/2021.
- d) Correções solicitadas em: 24/11/2021.
- e) Recebimento da versão ajustada em: 03/12/2021.
- f) Aprovação final em: 20/12/2021.

information. The data are from 2015 to 2019, totaling 560 observations. Factor analysis was used to estimate the factors that reflected the level of practice of Guidance in the sample. Subsequently, through a regression for panel data, the results were analyzed. It was found that the level of ownership concentration identified in the companies contributed to the increase in the voluntary disclosure of Guidance, especially with regard to factors related to adjustments, projections, revenues and production; the projection of cash flows and margins; CAPEX and investments. On the other hand, the disclosure of factors that deal with the projection of expenses and profits is discouraged in this same environment. It was observed that other characteristics of companies impact the disclosure of Guidance. Among them, the following stand out: the size and independence of the board of directors; the duality of the largest shareholder acting as a controlling shareholder; the size and indebtedness.

Keywords: voluntary disclosure; Guidance; ownership structure.

1 Introdução

A informação contábil representa uma das principais ferramentas de diálogo entre os agentes do mercado (usuários externos) e aqueles que a produzem (firmas). Esta relevância surge principalmente pelo fato de que existe uma assimetria de informação, entre partes, estando, de um lado, os administradores, aqueles que conduzem os negócios e conhecem a fundo seus detalhes, e, de outro lado, os acionistas, investidores e credores que empregam seu capital na empresa visando, entre outros, à obtenção de retornos. Nesse conflito já bastante caracterizado, teórica e empiricamente, existe um esforço daqueles que são os proprietários das empresas em garantir, por meio de incentivos e monitoramento, que os gestores entreguem os resultados com maior transparência e qualidade (JENSEN, 2001; JENSEN; MECKLING, 1976; MORELLEC; NIKOLOV; SCHURHOFF, 2018).

Além da questão da assimetria, verifica-se o crescimento da utilização das informações contábeis como fonte para análises e previsões acerca do futuro das organizações. Os analistas do mercado de capitais formam um grupo de usuários da informação contábil, que tem como grande objetivo, a partir das demonstrações financeiras, identificar e orientar o mercado acerca do desempenho presente da organização, a partir de resultados passados e perspectivas futuras. Desta forma, é possível estimar a viabilidade de futuros investimentos ou ainda do alinhamento dos resultados ao que é proposto pela administração. Em um ambiente de extrema assimetria informacional, os prêmios de risco associados tornam os investimentos no mercado caros demais, ao passo que a própria divulgação também tem um custo associado à produção da informação que irá trazer mais transparência (BACKES, 2002; BROWN, WALTER, 2013; MARKOWITZ, 1952; OLIVEIRA, GIRÃO, 2018; SUBRAHMANYAM, 2013).

A prática destacada acima é tratada como *Guidance* e promove a entrega de previsões futuras de resultados visando à redução da assimetria de informações existente entre o mercado e a gestão das empresas. É, portanto, uma forma de diferenciação da firma entre os demais pares do mercado que se limitam a apresentar apenas relatórios obrigatórios por lei. Esse mecanismo indicaria uma maior garantia de que aquela gestão trabalha em prol do aumento patrimonial dos acionistas e ainda procura apresentar maior transparência de seus resultados junto ao mercado de capitais. Em última instância, espera-se que o relatório do *Guidance* bem como os relatórios de sustentabilidade possam de alguma forma gerar maior valor de mercado, dando maior visibilidade dos negócios, no mercado em que está inserida (BILLINGS; JENNINGS; LEV, 2015; D'AUGUSTA; REDIGOLO, 2019; DYE, 2001; HART, 2018; VERRECCHIA, 2001).

Os resultados dos estudos quanto à prática do *Guidance* (que é uma prática voluntária) ainda não apresentam consenso acerca da relação custo x benefício da mesma e se seria vantajosa para as empresas. De forma geral, as empresas que mais publicam estas informações são consideradas como mais conservadoras, rentáveis e com baixa volatilidade de resultados, uma vez que tendem a não incorrer em possíveis previsões incorretas que levariam a um descrédito junto aos investidores (BRANDÃO *et al.*, 2013; CHENG; LUO; YUE, 2013; CICONTE; KIRK; TUCKER, 2014; D'AUGUSTA; REDIGOLO, 2019; HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010).

Outro fator que tem sido destacado nos estudos internacionais diz respeito à concentração de propriedade de ações. O fato de alguns investidores possuírem um número maior de ações e, como consequência, o controle da empresa poderá trazer influência e impactos nas decisões tomadas pela gestão da firma. Espera-se, nesses cenários, portanto, uma redução do conflito de agência e maior transparência das informações levadas ao mercado, do que aquela esperada em uma situação de pulverização de ações. Neste sentido, o fato de haver um ou poucos proprietários controlando o poder da empresa poderá influenciar na prática do *Guidance* (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2000; PESSANHA, 2012; YEO, TAN, HO, CHEN, 2002).

O mercado brasileiro é caracterizado pela alta concentração de propriedade, e, neste sentido, observa-se um movimento de maior transparência por parte das empresas, com a criação de seguimentos de mercados que priorizem esta prática de maior e melhor evidência contábil. Assim, espera-se que, nas empresas listadas no seguimento do Novo Mercado da B3, ocorra uma maior difusão da prática de utilização do *Guidance* (CAIXE; KRAUTER, 2013; FREITAS *et al.*, 2020; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

Diante do exposto, verifica-se que o *Guidance* poderá se apresentar nas empresas de capital aberto, como forma voluntária de divulgação de informações. No Brasil, o estudo desta prática ainda é recente e tem se configurado prioritariamente na verificação do nível de utilização desta prática e no estudo das características das empresas que a utilizam. Alguns estudos ainda buscam tratar como são estas publicações e como o mercado reage diante dos resultados apontados (ARANTES; GUSMÃO; COSTA, 2019; BRANDÃO *et al.*, 2013; BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014; CÂMARA *et al.*, 2018; MACEDO NETO *et al.*, 2014; SILVA, 2019).

Este estudo avança em relação aos estudos anteriores, uma vez que, realiza uma análise da relação das publicações do *Guidance* com a posição acionária dos proprietários, bem como, identificando possíveis padrões (fatores) que expressam determinadas motivações e objetivos daqueles que levam a informação ao mercado. Para tanto é levantada a seguinte questão de pesquisa a seguinte questão de pesquisa: **qual a influência da estrutura de propriedade no *disclosure* voluntário do *Guidance* nas empresas listadas no Novo Mercado da B3?**

O objetivo da pesquisa foi de verificar qual a influência da estrutura de propriedade na prática de divulgar o *Guidance* nas empresas brasileiras listadas no seguimento do Novo Mercado da B3. Este estudo pretende avançar na literatura de divulgação voluntária, no caso do *Guidance*, contribuindo para analisar o ambiente diferenciado brasileiro e caracterizado por um baixo nível de *disclosure*, conforme apontado em estudos anteriores, procurando ainda verificar se o nível de concentração acionária pode influenciar tal prática.

A pesquisa promove um impacto direto nos mecanismos de Governança Corporativa, presentes nas empresas brasileiras, no tocante aos mecanismos de redução da assimetria da informação contábil. Permite a destacar que a divulgação voluntária se insere no mercado de capitais brasileiro como forma de promover maior alinhamento e orientação quanto aos negócios da empresa. Neste caso podendo direcionar analistas, acionistas, investidores e os

próprios gestores da necessidade e da relevância de tornar públicas informações que demonstram uma gestão voltada para a criação de valor.

Contribui ainda com um diagnóstico mais profundo e analítico daquilo que é divulgado, bem como a sua relação específica com as características das empresas, por meio da abordagem da análise fatorial.

2 Referencial Teórico

Nesta seção são apresentadas as contribuições teóricas que nortearam a pesquisa. No primeiro item a evolução da teoria da divulgação voluntária, em seguida como a divulgação do *Guidance*, tem sido tratado em nas empresas no âmbito internacional. Em seguida a percepção da mesma prática, mas no cenário brasileiro e por fim, dentro deste último cenário, estudos que trataram da relação da concentração acionária na relação com a divulgação do *Guidance*

2.1 Teoria da divulgação voluntária

Apesar dos esforços em garantir a divulgação obrigatória (demonstrações financeiras) de forma acurada e que, de fato, transmita ao mercado a realidade dos negócios, os gestores, como detentores do “poder” de elaborar e apresentar essas demonstrações, podem incorrer na prática do que a literatura chama de “gerenciamento de resultados”. Como a base para a avaliação do trabalho do gestor se processa por meio de indicadores contábeis, tais como lucros, rentabilidade, lucratividade, valor de mercado, custo de capital entre outros, observou-se um movimento de crescimento na prática de manipulação desses resultados. Ela ocorre com as mais diversas motivações, mas a principal delas é levar informações que atendessem a interesses particulares do gestor ou acionista majoritário, podendo gerar ruídos e aumentando a assimetria de informação entre os usuários da informação contábil e aqueles que levam esta informação ao mercado. (ACHARYA; LAMBRECHT, 2015; AN; LI; YU, 2016; BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006; DARGENIDOU; MCLEAY; RAONIC, 2007; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; JUNG; SODERSTROM; YANG, 2013).

No ambiente interno das empresas, e, portanto, na preparação das informações contábeis para a apresentação, vários mecanismos surgiram para garantir uma menor assimetria e melhor qualidade. Em outra frente, no ambiente externo formado por instituições governamentais e no próprio mercado de capitais (analistas e investidores), observou-se a criação de outras ferramentas para aumentar a transparência das informações, entre elas os modelos de Governança Corporativa, Regulamentações, *Disclosure* Voluntário e Informações de Analistas.

O conjunto de mecanismos que compõem a Governança Corporativa surge de forma legal em alguns países e facultativa em outros. Nessa direção, tenta inibir a atitude discricionária do gestor e garantir maior transparência da informação contábil. São exemplos das suas ações: a determinação do conselho de administração independente; comitê de auditoria; emissão de ações que garantam o poder de voto; mais eficiência de controles internos; redução da concentração de acionária entre outras formas de controlar o gestor (DALMÁCIO *et al.*, 2013; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; LA PORTA *et al.*, 2000; SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014; YEO, TAN, HO, CHEN, 2002).

A regulamentação surge pelo fato de que os gestores não estariam inclinados a levar ao mercado informações que possam prejudicar a valorização das ações, como foi verificado no caso de gerenciamento de resultados. Portanto, legislações mais enérgicas passam a determinar como deve ser o *disclosure* das informações contábeis obrigatórias, garantido mais clareza e transparência às mesmas. Um exemplo disso se dá pela Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos da América, que buscou resgatar a confiança do investidor diante dos escândalos contábeis de empresas como a Worldcom e a ENRON, vítimas de fraudes contábeis, envolvendo ações

oportunistas de seus dirigentes (BARGERON; LEHN; ZUTTER, 2010; GRAHAM; MOORE, 2018).

Ainda considerando os mecanismos externos de monitoramento e controle na elaboração e divulgação da informação contábil que possam espelhar, de fato, os negócios das empresas, os gestores são estimulados a fornecer informações voluntárias que agreguem maior robustez ao que é apresentado ao mercado. Esta necessidade tem como base a Teoria da Sinalização, que tem sua nascente no pressuposto de que, no mercado, existem empresas que, de fato, falam a verdade sobre seus negócios; já outras, pelo contrário, tentam apresentar resultados manipulados (AKERLOF, 1978; BEYER *et al.*, 2010).

Diante do fato de que, obrigatoriamente, todos devem atender às normas e aos regulamentos quanto à apresentação das demonstrações contábeis, uma forma de se diferenciar das empresas “ruins” seria as empresas consideradas “boas” tentarem sinalizar para o mercado a sua melhor qualidade. Isso é tratado pela Teoria da Divulgação Voluntária. Assim, as empresas passariam a oferecer informações voluntárias que levem analistas, investidores e acionistas, bem como a sociedade em geral, a reconhecer que a empresa tem maior potencial de gerar valor ao capital nela empregado, que se traduz no julgamento daquilo que deve ser divulgado (VERRECCHIA, 2001). Por outro lado, não se espera que as empresas venham a apresentar voluntariamente informações que possam denegrir a sua imagem e comprometer a avaliação geral do mercado. Portanto, os relatórios tenderiam a apresentar apenas o sucesso das ações, omitindo resultados de ações que foram negativas (DYE, 2001).

Entre as divulgações voluntárias apresentadas, verificam-se as que tratam do ambiente em que as empresas se encontram, ligadas às questões de sustentabilidade das firmas, e ainda aquelas direcionadas aos analistas de mercado, o *Guidance*. O termo sustentabilidade tem crescido no ambiente empresarial, e as empresas têm sido chamadas a demonstrar como têm contribuído para uma sociedade melhor, no ambiente em que se inserem, considerando três dimensões, a saber, social, ambiental e financeira, o chamado *triple bottom line (TBL)* (Elkington, 1997).

Além da proposta de evidenciação sustentável, as empresas têm se esforçado em levar informações ao mercado de capitais, especialmente àqueles que se tornaram os intermediários dessas informações, os analistas de mercado. Nas últimas décadas, tem se verificado um movimento de divulgação voluntária específica, que trata de informações do tipo preditivas dos futuros negócios da empresa, o *Guidance*. Os alvos dessas informações são justamente os analistas de mercado especializados em aferições sobre futuros resultados gerenciais, econômicos e financeiros das empresas, e sua divulgação tem objetivo de reduzir assimetrias de informação e alinhar os interesses entre as partes (ANDRÉ; FILIP; MOLDOVAN, 2019; HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010).

2.2 *Guidance* e os Analistas de Mercado – Ambiente Internacional

A divulgação voluntária promove a redução da assimetria de informações e complementa as informações contábeis obrigatórias divulgadas para apoio aos processos de tomada de decisão dos seus usuários (DYE, 2001; VERRECCHIA, 2001). Verifica-se ainda que os preços e a demanda por ativos tendem a ter maiores baixas, menor liquidez e maior risco, quando se detecta o aumento da assimetria entre os investidores e as informações levadas ao mercado (KELLY; LJUNGQVIST, 2012).

Tendo em vista a demanda por informações especializadas de analistas como forma de garantir melhores oportunidades de investimento e ainda a possibilidade de redução da assimetria de informação (CASTRO; MARTINEZ, 2009; RUBIN; RUBIN, 2010), os gestores passaram a oferecer informações mais estratégicas que tratam das possibilidades de futuros resultados, considerando a gestão e resultados atuais, bem como os projetos futuros. Tal ação,

conhecida como *Guidance*, permite a possibilidade de redução da assimetria das informações e o alinhamento das expectativas dos analistas com os resultados a serem obtidos. Além disso, o *Guidance* favorece a redução da volatilidade das ações, uma vez que o elemento “surpresa” tende a ser mitigado com o acesso a esse conjunto adicional de informações.

Serão ainda determinantes da divulgação do *Guidance* os custos envolvidos na divulgação, que podem, dentro de uma relação custo-benefício, implicar inviabilidade da divulgação (BAGINSKI; RAKOW, 2012). Outro fator frequentemente verificado nas empresas que divulgam o *Guidance* é a característica de serem mais rentáveis, tendo em vista a possibilidade de terem condições de apresentarem prospecção de resultados futuros (ALJIFRI; HUSSAINEY, 2007).

Considerando a preocupação com possíveis diferenças negativas entre as previsões e a concretização dos resultados, observa-se um movimento de conservadorismo por parte dos gestores. Portanto, a divulgação será maior entre as empresas mais conservadoras, uma vez que a perspectiva de uma mudança positiva nos lucros é maior nesta situação; logo, o conservadorismo é uma das características das empresas que promovem a divulgação de lucros futuros (D'AUGUSTA; REDIGOLO, 2019).

Por sua vez, o que é levado ao mercado irá certamente produzir determinados efeitos, tendo em vista o que for considerado pelos analistas, entre eles, como citado anteriormente, maior confiança e melhores avaliações dos preços das ações. Mas, por outro lado, as previsões que não se concretizem podem penalizar o valor das ações, particularmente se o mercado identificar a prática de gerenciamento de resultados por parte da firma. Portanto, o histórico de previsões dos gestores pode construir determinada reputação a seu respeito, e a sua credibilidade vai influenciar os analistas de mercado (CHENG; LUO; YUE, 2013; HOUSTON; LEV; TUCKER, 2010; YANG, 2012).

Outra consequência apontada na literatura sobre o *Guidance* é a tendência de que as empresas publiquem previsões pessimistas, que, no caso de não se confirmarem, não provocam grandes volatilidades negativas dos ativos. Neste sentido, induzem os analistas a previsões menos otimistas acerca dos resultados que, por parte das firmas, serão mais facilmente alcançáveis (CICONTE; KIRK; TUCKER, 2014).

2.3 *Guidance* no Mercado Brasileiro

No Brasil, o *Guidance* possui caráter não obrigatório, mas, se adotado, deverá seguir a regulação dada pela instrução CVM 480/09 - artigo 20, que, entre outras exigências, determina que elas devam ser: i. incluídas no formulário de referência; ii. identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho; iii. razoáveis; e iv. vir acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados. Com base no disposto da instrução da CVM, o Comitê de Orientação para a Divulgação ao Mercado (CODIM) deliberou como o mesmo deve ser divulgado, por meio do Pronunciamento de Orientação n.º 04, de 17 de abril de 2008 que trata das Melhores Práticas de Divulgação de Informações Sobre Orientação do Desempenho Futuro da Companhia.

Dentre as principais orientações do *Guidance* no Brasil destaca-se o objetivo que é o fornecimento de uma informação prospectiva e de natureza qualitativa, que aproxime a realidade da empresa à expectativa do mercado. Dessa forma, a frequência deverá ser trimestral, anual ou outra juntamente às demonstrações contábeis. No caso de possíveis desvios, resultado do confronto realizado pela própria empresa, dos dados previstos e daqueles realizados, devem-se indicar os motivos que levaram a estes serem significantes. Deve-se destacar ainda a responsabilidade legal da administração e da área de relação com investidores, previstas na legislação, e ainda das possíveis perdas em relação à imagem, reputação e credibilidade da

empresa. Assim, em caso de desvios não justificados e que fogem ao controle da administração, esta responde pelas perdas sofridas pelos acionistas. (CODIM, 2015).

Com base na severidade com que são tratadas as publicações prospectivas e ainda por ser tratar de uma publicação voluntária, os estudos brasileiros, portanto, apresentam ainda pouco volume. Assim, verificam-se possibilidades e evolução desses estudos explorando as peculiaridades do mercado brasileiro. A tabela 1 apresenta um resumo de alguns dos principais estudos realizados e seus achados no país sobre o tema.

Tabela 1 – Estudos brasileiros envolvendo o *Guidance*

Autor(es)	Amostra e Período	Objetivos	Resultados
(BRANDÃO <i>et al.</i> , 2013)	296 empresas da B3 no ano de 2012	Analisar os fatores determinantes do <i>disclosure</i> de <i>guidance</i> das companhias listadas na B3.	Os achados indicaram que 81 empresas apresentaram alguma informação sobre <i>guidance</i> e que as empresas de maior porte, listadas em segmentos diferenciados de governança e que remuneraram seus gestores por meio de <i>stock options</i> , são mais propensas a divulgar informações prospectivas.
(BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014)	Foram analisadas 96 das 100 maiores empresa brasileiras em valor de mercado no ano 2011.	Conhecer as principais características do <i>guidance</i> divulgado pelas companhias listadas na B3.	Verificou-se que a prática do <i>guidance</i> é mais comum entre as empresas listadas no segmento Novo Mercado e nos setores Construção e transporte e Consumo não cíclico.
(MACEDO NETO <i>et al.</i> , 2014)	62 empresas do IBOVESPA no ano de 2010	Investigar prováveis fatores incentivadores da publicação de <i>guidance</i> pelas empresas do Ibovespa, analisando o atendimento ao Pronunciamento 04/2008, do CODIM	Em linhas gerais, foi possível constatar que as empresas que compõem o Ibovespa e publicam <i>guidance</i> sofrem possíveis fatores relacionados ao ambiente institucional — segmentos de listagem da B3 e listagem de ações em bolsas estrangeiras — e aos grupos de interesse — fornecedores, empregados e investidores. Esses resultados sugerem que as empresas pesquisadas fornecem informações sobre estimativas futuras para manter ou garantir sua legitimidade no mercado e perante seus <i>stakeholders</i> .
(CÂMARA <i>et al.</i> , 2018)	45 empresas relacionadas no Ibovespa nos anos de 2013, 2014 e 2015	Analisar a relação entre a divulgação (<i>disclosure</i>) de informações voluntárias e a melhoria do desempenho econômico-financeiro.	Os resultados apontam que o <i>disclosure</i> voluntário das empresas apresentou relação positiva com alguns indicadores econômico-financeiros e de criação de valor para empresa, como Crescimento de Vendas Líquidas, ROA e MVA.
(OLIVEIRA <i>et al.</i> , 2018)	86 empresas listadas no Índice Brasil 100 (IBrX-100) da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (B3), no período de 2005 a 2014	Testar a hipótese de que há relação entre cobertura de analistas de mercado e nível de <i>Social Disclosure</i> (SD) em empresas brasileiras abertas,	Os resultados indicaram que há uma tendência de maior nível de <i>Disclosure</i> social, à medida que há uma maior cobertura de analistas. Por fim, os resultados apontaram que empresas com maior divulgação social passam a ter maior atenção da imprensa especializada, isto é, maior cobertura de analistas.

(SILVA, 2019)	Todas as empresas listadas na B3 ativas nos anos de 2016 e 2017	Examinar a influência da divulgação do <i>Guidance</i> sobre a assimetria de informações no mercado acionário brasileiro.	Os procedimentos estatísticos adotados na pesquisa conduziram à conclusão de que não há relação estatisticamente significativa entre as medidas utilizadas.
---------------	---	---	---

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

De forma geral, os resultados demonstram que as pesquisas são incipientes e apontam para uma prática muito pequena do *Guidance* no mercado Brasileiro. Verifica-se ainda que este tipo de divulgação é determinado por fatores como tamanho, seguimento de listagem e tipo de remuneração de gestores (BRANDÃO *et al.*, 2013), além de ser motivado pela necessidade de garantir legitimidade da firma junto ao mercado (MACEDO NETO *et al.*, 2014).

Verifica-se, portanto, que a publicação de informações prospectivas acaba sendo regulamentada e padronizada, pelo instrumento da CVM 480/09, e cria uma série de exigências para que ela tenha caráter, de fato, informativo. Mas, no conjunto, apresenta uma garantia de que não seja usada para a obtenção discricionária de resultados de curto prazo por parte dos gestores, uma vez que a confrontação e a necessidade da justificativa diante de resultados muito discrepantes anunciam esse tipo de condução ao engano.

Quanto ao conteúdo das informações levadas ao mercado, pode-se destacar que são, em geral, do tipo padronizada com natureza predominantemente quantitativa, com periodicidade anual e voltada para o curto prazo, com destaque para os aspectos operacionais, econômico-financeiros e de investimentos (BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014). Como consequência da divulgação, os autores verificaram, de forma geral, uma relação positiva com indicadores econômicos das empresas (CÂMARA *et al.*, 2018) e um acompanhamento mais de perto por parte de analistas de mercado (OLIVEIRA *et al.*, 2018).

2.4 Concentração acionária e divulgação voluntária no Brasil

Os recentes estudos sobre o *Guidance* no mercado brasileiro apresentam limitações em função do tempo e do número empresas que foram utilizadas na amostra. Em alguns casos, não foi possível verificar alguma relação significativa nas relações estudadas. Assim, este estudo busca avançar nas pesquisas que tratam do mercado brasileiro, considerando a questão da concentração de propriedade.

O incentivo para a abordagem relacionada à estrutura de propriedade tem fundamento no quesito de que esta é uma característica presente no mercado brasileiro e que tem grande influência nas relações entre a empresa e os *stakeholders*. Verifica-se que, nos casos em que se observa que as ações de uma empresa estão concentradas nas mãos de um grupo de acionistas, algumas características são observadas, tais como o aumento da qualidade das informações contábeis levadas ao mercado, aumento do valor de mercado, redução do nível de remuneração dos gestores, aumento da influência positiva sobre a precisão das previsões de analistas, indicando maior conservadorismo na concentração de poder em função da quantidade de ações (CAIXE; KRAUTER, 2013; COELHO; HOLANDA; MOURA, 2017; FREITAS *et al.*, 2020; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; PEIXOTO; BUCCINI, 2013; PESSANHA, 2012).

Com base nas características apontadas nas pesquisas, pode-se inferir que a concentração acionária tende a reduzir a assimetria de informações entre os usuários da informação contábil e a gestão da empresa. Neste caso, a presença do acionista, mais próximo das decisões do gestor, ou sendo ele próprio o controlador, provoca uma espécie de efeito de alinhamento com os interesses dos acionistas. Observa-se ainda que, quanto maior a dispersão

das ações, maior também tende a ser o nível de *disclosure* do *Guidance* por parte dos gestores, em uma tentativa de responder ao aumento do monitoramento das suas ações por parte dos agentes do meio externo (RULAND; TUNG; GEORGE, 1990).

No Brasil, verifica-se ainda um outro tipo de conflito de agência, relação entre acionistas majoritários e minoritários. Devido à forte concentração acionária, os primeiros tenderiam a atuar de forma discricionária em relação aos minoritários. Por isto, e pautada nesta relação, os mecanismos de governança surgem como forma de reduzir a possível ação do acionista majoritário que pode vir a tomar ações que venham a prejudicar os acionistas com menor participação. Assim, medidas como o aumento do número de participantes do conselho de administração; não dualidades de funções em que o próprio controlador é o presidente do conselho de administração; e, ainda, a redução da proporção de ações nas mãos de poucos proprietários representam muitas das ferramentas utilizadas nas empresas presentes no novo mercado que tendem a trazer mais transparência para as informações (CAIXE; KRAUTER, 2013; GRILLO *et al.*, 2017; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

Tendo em vista o nível de concentração acionária no mercado de capitais brasileiro, e considerando ainda que, no seguimento do Novo Mercado, existe a prerrogativa de aumento da transparência das informações e a busca pela redução dessa concentração e incentivos à prática de maior *disclosure* e divulgação do *Guidance*, levanta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: as empresas brasileiras, listadas no seguimento do Novo Mercado da B3, que possuem maior (menor) nível de concentração acionária, apresentam maiores (menores) níveis de divulgação do Guidance.

3 Metodologia

Esta pesquisa se caracteriza por ser do tipo documental, quantitativa e descritiva. Para sua realização, serão consideradas as empresas listadas na B3, participantes do seguimento do Novo Mercado, cujos dados estejam compreendidos no período de 2015 a 2019. O período desconsiderou o ano de 2020 tendo em vista as dificuldades enfrentadas para a obtenção deles. A escolha das empresas se deu em função da característica voluntária do *Guidance* e do fato de que, no seguimento do Novo Mercado, existe uma tendência de maior prática de *disclosure* voluntário. Da mesma forma, espera-se uma distribuição de ações mais dispersa entre acionistas nesse seguimento, o que favoreceria a publicação do *Guidance*, conforme apontado na literatura. De acordo com o que será descrito a seguir, a amostra de dados em painel utilizada compreendeu um total de 560 observações.

Os dados contábeis utilizados para calcular as variáveis do modelo, bem como as informações acerca da distribuição acionária, foram obtidos por meio da plataforma Economatica.

Para a verificação do nível de *disclosure* do *Guidance* que é, portanto, a variável dependente a ser verificada, foram utilizados os fatores característicos dessa divulgação, determinados por meio da instrução CVM 480/09 que dispõe o que se espera em termos de divulgação. Estes mesmos fatores foram utilizados nos estudos de Brandão *et al.* (2013,2014) e Silva (2019). Eles foram identificados por meio da presença ou não na divulgação segundo informação obtida no Formulário de Referência das empresas disponíveis no site da CVM no item 11, e ainda por meio dos sites de relação com investidores das empresas analisadas. Verificou-se a presença de 25 itens, que foram identificados, empresa por empresa e ano a ano, tendo em vista que a possibilidade de que este não tem a obrigatoriedade de ser mantido uma vez publicado. Estes itens são distribuídos em 4 grandes grupos: a) Política de Divulgação do *Guidance*; b) Previsões Econômico-Financeira; c) Previsões Operacionais e d) Previsões de Investimentos.

A presença da referida divulgação recebeu o atributo 1; e sua ausência, o atributo 0. De posse dos dados, estes foram submetidos a uma análise fatorial exploratória cujo objetivo foi, justamente, descrever o comportamento de um conjunto de variáveis (p) por meio de menos variáveis ($r < p$), denominados fatores. Portanto identificou-se constructos presentes entre as variáveis, que não puderam ser observados diretamente. Tal técnica foi utilizada pois se observou um número muito grande de variáveis; neste caso, poderiam existir variáveis correlacionadas que determinavam um único fator, presente nas empresas e passível de análise. Com este procedimento, pretendeu-se descrever a variabilidade do *disclosure* do *Guidance* por meio dos itens que compõem o rol daquilo que foi realmente divulgado pela empresa.

Trata-se de uma análise do tipo exploratória, tendo em vista que este tipo de relação não foi verificado em pesquisas anteriores. O tipo de rotação é do tipo VARIMAX, o que torna os coeficientes mais próximos de 0 ou 1, facilitando a identificação com determinado fator. Ainda será do tipo ORTOGONAL utilizando a matriz de correlação.

O resultado da análise fatorial permitiu obter a variável dependente: **Fator de Disclosure do Guidance (FDG)**. Tal fator foi estimado pela Análise Fatorial com base na identificação dos itens elencados por Pronunciamento n.º 04/2008 do CODIM, Instrução CVM n.º 480/2009 e inspirado nos estudos de Alencar (2007), Lima (2007) e Consoni (2013), Brandão *et al.* (2013), Brandão *et al.* (2014), Macedo Neto *et al.* (2014) e Cruz, Dias Filho *et al.* (2015) e Silva (2019).

Uma vez estimada a variável dependente, esta foi alvo de uma análise com dados em painel sendo regredida como uma função das variáveis dependentes que são apresentadas na tabela 2.

Tabela 2 – Variáveis explicativas a serem testadas – estrutura acionária

Nome	Estimação	Referência	Sinal Esperado
Indicador de Concentração Acionária (CP)	% da participação acionária do maior proprietário (Economática)	Celik, Ecer e Karabacak (2006)	+
Dualidade do Acionista Controlador (DCEO)	Variável <i>dummy</i> que indicará 1 no caso do controlador ser o maior proprietário das ações (Formulário de Referência item 15.1)	Lewellyn; Altunbaş; Thornton; Uymaz, (2020)	-

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa

Também foram utilizadas as seguintes variáveis de controle indicadas pela literatura consultada, conforme apresentada na tabela 3.

Tabela 3 – Variáveis de Controle

Nome	Estimação	Referências	Sinal Esperado
Tamanho (TAM)	Logaritmo Natural do Ativo (Economática)	(Cormier, Aerts, Ledoux & Magnan, 2009; Consoni, 2013; Malaquias & Lemes, 2015; Pereira & Tavares, 2018)	+
Rentabilidade (ROE)	Variável estimada com base na relação entre os lucros e o patrimônio líquido (Economática)	(Celik, Ecer e Karabacak, 2006; Aljifri e Hussainey, 2007; Câmara <i>et al.</i> , 2018)	+

Endividamento (LEV)	Variável estimada com base na relação entre a dívida de terceiros com o ativo (Economática)	Lewellyn; Altunbaş; Thornton; Uymaz, (2020)	-
Conselho de Administração (CA)	Variável que indica a quantidade de integrantes do conselho de administração (Formulário de Referência itens 12.1 e 12.5)	Bebchuk; Cohen; Ferrell (2009)	+
Independência do Conselho de Administração (ICA)	Variável que indica o nível de independência do conselho, estimado com base na relação entre os conselheiros independentes e o total de conselheiros (Formulário de Referência itens 12.1 e 12.5)	Bebchuk; Cohen; Ferrell (2009)	+

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa

As variáveis foram utilizadas na regressão (1) a seguir, estimada por meio do Software Stata e submetida aos devidos testes de especificação e adequação do modelo visando obter o melhor ajuste considerando os modelos do tipo *pooled*, de efeitos fixos, de efeitos aleatórios estimados pelo método dos momentos generalizados.

$$FDG_{it} = \beta_0 + \beta_1 CP_{it} + \beta_2 DCEO_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CA_{it} + \beta_7 ICA_{it} + \beta_8 ANO_{it} + \beta_9 SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

4 Análise dos Resultados

Uma vez realizadas as coletas das variáveis, identificou-se, conforme tabela 4, a quantidade de empresas e períodos que foram passíveis de análise pelo presente estudo.

Tabela 4 – Seleção da amostra das empresas no período de 2015–2019

Total de Empresas Listadas no Segmento Novo Mercado	142
Justificativas	Exclusões
Empresas do Setor Financeiro cujo tratamento contábil é diferenciado.	-20
Empresas com informações necessárias para a pesquisa indisponíveis	-10
Total de Empresas Utilizadas	112
Total de Observações	560

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados obtidos nos relatórios contábeis e financeiros das empresas

Com base nas informações obtidas, foram calculadas as estatísticas descritivas das variáveis que estão apresentadas na tabela 5. No caso da variável tamanho (TAM), observa-se uma baixa variação entre as empresas, tendo em vista ter se tomado aquelas presentes no NM, que normalmente são grandes empresas de portes similares. O nível de endividamento (LEV) das empresas do Novo Mercado (NM) constante da amostra foi da ordem de 34,94%, mas com empresas com valores bastante dispersos, conforme se verifica no valor máximo de 230,78%.

A concentração de propriedade que será alvo principal da análise apresentou-se em média no patamar de 32,16% quando se considera a concentração nas mãos de um único proprietário. Verifica-se uma variância alta, em que se podem encontrar empresas com uma concentração de 82,43% e outras com 5,38%. Logo, apesar da dispersão, a média foi relativamente alta.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas da amostra 2015–2019

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Mín.	Máx.
TAM	546	15,30	1,44	10,39	19,72
LEV	529	.3494	.2703	.0000	2.3078
DCEO	560	.6696	.4708	.0000	1.000
ROE	509	-1,79	137,48	-1.504,20	2.081,31
CP	560	.3216	.1926	.0538	.8243
CA	560	7.0982	1.8771	3.000	12.000
ICA	560	.4542	.2019	.1111	1.000

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados obtidos nos relatórios contábeis e financeiros das empresas

A variável DCEO indica que, em média, para 66,96% das firmas, existe a presença do proprietário da maioria das ações como sendo também o controlador. Então, apesar do nível reduzido de participação acionária, verifica-se que estes poucos serão também os controladores e tenderão a reduzir a prática da divulgação voluntária. Em média, os números de conselheiros, medidos pela variável CA, foi igual a 7, o que confere com a recomendação das boas práticas de Governança Corporativa no NM. Por outro lado, verifica-se um baixo nível de independência deste mesmo conselho, que pode exercer menor influência na atuação do gestor. Isto pode promover também a redução da publicação voluntária do *Guidance*.

A variável dependente FDG, que trata da prática de divulgação do *Guidance* das empresas elencadas na amostra, é apresentada na tabela 6 considerando que as empresas publiquem um rol de itens dentro de algumas categorias, conforme previsto na instrução do 480/09 da CVM e ainda na instrução do CODIM 04/2008.

Na tabela 6 pode se verificar percentualmente a distribuição das divulgações por informações particulares e ainda por grupos de informações conforme orientado pelo CODIM. Levando-se em conta o rol de empresas observadas (112 empresas) durante 05 anos, que totalizou 560 observações, e, por fim, considerando a totalidade de itens (26), caso todas as empresas empreendessem a informação completa, ter-se-ia um total de 14.560 informações. Todavia, o que se verificou, de fato, foi um total de 1.125, ou seja, um percentual de 7,73%, portanto, um nível ainda muito baixo de publicações.

Em termos de empresas, das 112 analisadas, 54 fizeram algum tipo de publicação, representando 48,21% da amostra. Observa-se, na tabela 6, que a maior parte das publicações, 29,01% das empresas constante da amostra, está concentrada na primeira categoria. Esta categoria é a que orienta quanto à política de divulgação, premissas, metodologia, acompanhamento, ajustes e as justificativas quanto aos ajustes realizados. Percebe-se uma preocupação por parte das empresas em garantir ao mercado que não ocorreram previsões sem base, visando garantir uma formalização quanto ao que é publicado, trazendo mais segurança e confiança ao mercado.

Pode-se verificar que as divulgações se concentram nas previsões de investimentos, como no CAPEX, em que as empresas levam ao mercado uma informação quanto ao aumento da capacidade de produção e ainda quanto às fontes a serem utilizadas neste processo. Ainda existe uma preocupação em informar as projeções quanto ao nível de atividade, receita, EBTIDA e outras despesas.

A estimação do FDG foi realizada por meio da análise fatorial, com o intuito de obter pelo menos um fator que representasse grande parte do *Guidance* levado ao mercado pelas empresas. Por meio dessa ferramenta estatística, é possível obter fatores que, considerando as correlações existentes entre as variáveis, expressam constructos latentes, os resultados podem ser visualizados na tabela 6.

A validação do modelo foi confirmada, pela média das correlações, superiores a 0,30, conforme Hair *et al.* (2009). As correlações observadas na matriz anti-imagem e na matriz dos resíduos apresentaram valores em sua maioria menores do que 0,1 corroborando o ajuste do modelo. A medida do KMO foi de 0,71, indicando uma boa adequação. Optou-se pela rotação ortogonal do tipo Varimax, e o modelo apontou para oito fatores com possibilidade de classificação (autovalores acima de 1), mas, para este estudo, optou-se pelos cinco primeiros, que explicaram em conjunto 55,7% da variância.

Com base na tabela 6, verifica-se ainda a obtenção de 5 fatores, dada a análise fatorial realizada, considerando as 26 variáveis analisadas e obtidas por meio de estudos anteriores. Assim, este estudo, de forma exploratória, aponta que, com base nas empresas e no tempo utilizado para amostragem, a divulgação do *Guidance* está associada com: i. a apresentação das premissas utilizadas no cálculo das projeções, com a projeção de receitas e produção, bem como no confronto com os resultados reais obtidos e suas justificativas; ii. projeção de despesas, custos e lucro líquido; iii. projeção de caixa, margens e outros indicadores financeiros; iv. projeção de outros indicadores; e v. projeção de investimentos.

Tabela 6 – Análise dos Fatores e distribuição percentual da divulgação

Itens	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	%	
	Premissas e Ajustes Receita/Produção	Projeção de Despesas	Projeção de Caixa e Margens		Projeção de Outros Indicadores		Projeção de Investimentos
1 - Premissas	0.903	0.106	0.111	0.104	0.147	30,17%	
2 - Advertência	0.889	0.132	0.134	0.124	0.165	27,85%	
3 - Confronto	0.903	0.097	0.112	0.048	0.091	30,89%	
4 - Justificativa	0.856	0.114	0.149	0.071	0.132	27,14%	
Política de Divulgação do <i>Guidance</i> – Média:						29,01%	
5 - Fluxo de Caixa	0.186	-0.194	0.793	0.094	-0.062	2,50%	
6 - Receita	0.384	0.184	0.371	0.285	-0.061	11,07%	
7 - Custos	0.167	0.497	0.118	0.634	0.049	3,39%	
8 - Despesas Gerais	0.138	0.793	0.007	0.045	-0.043	1,60%	
9 - Despesas Juros	0.005	0.889	0.176	0.031	-0.002	7,14%	
10 - Outras Despesas	0.144	0.471	0.681	0.059	-0.014	30,35%	
11 - EBITDA	0.392	0.103	0.389	0.219	-0.124	11,78%	
12- ROE	0.221	-0.047	-0.014	0.080	-0.100	1,78%	
13 - Lucro Líquido	0.152	0.717	0.064	-0.083	-0.015	2,14%	
14 - Marg. B ou L	0.092	0.420	0.650	-0.065	0.027	2,67%	
15 - Marg. Financeira	-0.038	0.005	0.083	-0.089	0.076	0,17%	
16 - Dívida	0.168	-0.096	0.001	-0.009	-0.074	3,75%	
17 - Outros Indicadores	0.202	0.320	0.624	0.222	0.034	5,00%	
Previsões Econômico-Financeira – Média:						6,41%	
18 - Produção	0.551	-0.120	0.274	0.194	-0.140	10,53%	
19 - PCLD	0.018	0.009	-0.011	0.022	-0.001	0,00%	
20 - Outros Indicadores	0.208	-0.144	0.406	0.648	0.030	0,17%	
21 - CAPEX	0.387	0.195	0.363	0.425	-0.158	4,46%	
Previsões Operacionais – Média:						3,79%	
22 - Investimentos	0.366	-0.004	-0.099	-0.088	0.519	28,54%	
23 - Fonte de Recursos	0.060	-0.032	0.025	-0.075	0.861	22,53%	
24 - Expansão	0.169	-0.010	-0.047	0.189	0.767	9,41%	
25 - Outros Indicadores	0.052	-0.033	-0.068	0.907	0.061	18,12%	

Previsões de Investimentos – Média: 15,48%					
Variância Explicada	0.175	0.116	0.108	0.087	0.071
Variância Acumulada	0.175	0.291	0.399	0.486	0.557
Testes do Modelo					
Modelo: Ortogonal/Varimax					
KMO = 0,7149					
Teste de Bartlett: p-valor: 0.0000					
Resumo dos dados da divulgação					
Quantidade máxima de itens esperados na amostra (26 x 560 x 5)	14.560				
Quantidade de itens identificados na amostra	1.125				
Percentual de divulgação	7,73%				
Percentual de empresas que efetuaram a divulgação de pelo menos 1 item	48,21%				

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa e nas instruções 480/09 da CVM, instrução 04/2008 do CODIM, bem como nos modelos utilizados nos trabalhos de Alencar (2007), Lima (2007), Consoni (2013), Brandão *et al.* (2013), Brandão *et al.* (2014), Macedo Neto *et al.* (2014) e Cruz, Dias Filho *et al.* (2015) e Silva (2019).

Uma vez identificados os fatores que mais estão presentes na divulgação voluntária do *Guidance*, estes foram utilizados no modelo de regressão para que se observasse o impacto da concentração acionária nessas divulgações. Assim, por meio de modelos para dados em painel, estimaram-se cinco regressões considerando os fatores obtidos por meio dos escores da análise fatorial. Os resultados estão apresentados na tabela 7. Optou-se pelos cinco primeiros fatores que representassem melhor a variância explicada das variáveis analisadas.

Tabela 7 - Resultado das regressões

Variável	Modelos de Regressão FGLS (Factual Generalized Least Squares)									
	F1		F2		F3		F4		F5	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
CP	0,00605	**	-0,00613	**	-0,00212		0,00595	**	0,00885	***
DCEO	-0,08502		-0,15653		-0,20905	*	-0,03760		-0,06635	
CA	0,08272	***	-0,10695	***	0,85265	***	0,03307		0,05261	
ICA	-0,59037	***	-0,20796		0,55430	**	0,07973		0,40944	
TAM	0,11730	***	0,09327	**	0,14929	***	0,14845	***	0,30197	
ROE	-0,00035		0,00006		-0,00002		-0,00015		0,00023	
LEV	-0,00752	***	-0,00107		0,00041		-0,00438	**	-0,00230	
Constant	-1,7808	***	-0,21495		-2,99829	***	-2,57443	***	-1,4211	
R ²	0,1001		0,0348		0,0998		0,0536		0,0196	
Obs.	560		560		560		560		560	
Testes										
Teste F	8,80	***	2,50	***	8,78	***	5,36	***	2,78	***
Wald Chi2	62,61	***	17,76	***	62,46	***	35,36	***	17,10	**
VIF	1,30	-	1,30	-	1,30	-	1,30	-	1,30	-
BP LN	507,74	***	472,39	***	615,19	***	513,54	***	825,40	***
Wooldridge	27,63	***	13,01	***	6,52	***	9,42	***	87,70	***
Likelihood	-184,53		-10.025,49		3.107,13	***	15.736,14	***	-10.573,22	

Fonte: elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Os resultados, então, foram analisados considerando as variáveis que se apresentaram como estatisticamente significativas e sua relação com os fatores tratados. Conforme destacado na introdução deste trabalho, o alvo principal desta pesquisa foi avaliar a presença ou não de uma alta concentração acionária nas empresas e como isto poderia influenciar o que está a ser divulgado para o mercado. A relação foi significativa em 4 dos 5 fatores, sugerindo que, estatisticamente, não se pode rejeitar a hipótese de que existe uma influência na prática do *Guidance*, conforme apontado em Brandão *et al.* (2013, 2014). Pode-se ir além e verificar que, quanto maior é a concentração acionária, maior será a prática da divulgação para os casos: F1) quando a publicação trata da disposição em levar ao mercado as premissas, metodologia, ajustes das projeções, receitas e a produção; F4) projeção de demais indicadores; e F5) projeção de investimentos. O resultado corrobora os estudos de Cheng *et al.* (2013) e Roychowdhury *et al.* (2019), em que a publicação promove uma orientação para analistas e tende a influenciar suas ações e análises. Ainda segundo Oliveira *et al.* (2018), verifica-se uma cobertura maior por parte dos analistas para a empresa. Considerando a valorização das ações por parte do mercado e ainda que isto reflita no patrimônio dos acionistas, é esperada esta disposição em divulgar voluntariamente as informações projetadas.

Apesar da discordância com os resultados evidenciados por Ruland *et al.* (1990) que indicaram uma redução do *Guidance* em empresas com ações menos pulverizadas, no Brasil observa-se o conflito de acionistas majoritários e minoritários, em que, segundo Caixe e Krauter (2013), Grillo *et al.* (2017) e Marques *et al.* (2015), os mecanismos de Governança Corporativa promovem melhor qualidade da informação, consequentemente uma maior confiança por parte do mercado. Nesta amostra, isso é observável, uma vez que se trata de empresas do Novo Mercado e que em 66,96% delas o acionista majoritário é o próprio controlador. Nos casos dos fatores F2 (projeção de despesas) e F3 (projeção de caixa), verificou-se uma relação negativa, em que o aumento da concentração de ações tende a reduzir a divulgação do *Guidance*, portanto acionistas não têm a propensão a divulgar valores de despesas e o volume de fluxos de caixa futuros.

Nessa mesma discussão, verificou-se que o coeficiente da variável DCEO, que indica que o acionista majoritário é o próprio controlador, foi estatisticamente significativo e negativo com relação ao F3. Portanto, tal como apontado anteriormente, a possibilidade de ajustes negativos, especialmente nas projeções de caixa, leva o controlador a não divulgar tais informações, de forma a não construir uma má reputação, conforme a discussão levantada nos estudos de Cheng *et al.* (2013), Houston *et al.* (2010) e Yang (2012).

No caso do número de conselheiros atuantes no conselho de administração, conforme medido pela variável CA, espera-se que, apesar de um mercado com altos índices de concentração acionária, os mecanismos de Governança Corporativa reduzam a assimetria de informações, aumentando a transparência. Neste caso, a variável CA poderá influenciar as ações do controlador, conforme apontou Freitas *et al.* (2020), sendo determinante na sua remuneração. Neste estudo, a variável apresentou-se estatisticamente significativa e positivamente relacionada nos casos F1 e F3. Assim, espera-se que um maior número de conselheiros seja um incentivo para a publicação das premissas e dos fluxos de caixa; mas poderão ser mais restritivos quando da projeção de despesas e lucros futuros no caso de F2. Nessa mesma linha de estudo, o nível de independência do conselho poderá influenciar a publicação dos fatores F1 e F3, mas, no caso das premissas, tende a influenciar de forma negativa. De forma geral, verifica-se que, de fato, no caso da existência do conselho de administração e ainda do número de conselheiros impactará o *disclosure* voluntário do *Guidance*, positivamente.

Ao se considerar o tamanho da empresa TAM, à exceção do F5, todos os demais fatores foram estatisticamente significativos e positivos em que se espera que empresas maiores tendam a ter maior divulgação do *Guidance*. De fato, segundo Baginski e Rakow (2012), os custos envolvidos na publicação podem ser impeditivos; no caso de empresas menores, isso é ainda mais presente. Empresas maiores tendem a ser mais estáveis, com previsões mais otimistas e ainda sem muitas variações, o que promove menos risco quanto a grandes ajustes a serem efetuados, conforme apontou o estudo de D'Augusta e Redigolo (2019). Pôde-se verificar ainda que empresas maiores tendem a ter melhores resultados, o que estimula a divulgação, consoante com Cheng *et al.* (2013). Ainda nesse sentido, empresas maiores são mais expostas quanto às práticas dos seus negócios e, portanto, são mais cobradas em termos de visibilidade do mercado; portanto, segundo Macedo Neto *et al.* (2014), fornecem mais informações como forma de manter sua legitimidade junto ao mercado.

Verificou-se que empresas mais endividadas tendem a ter um menor nível de divulgação, conforme se verifica nos casos de F1 e F4, em que se observou uma relação negativa e estatisticamente significativa. Neste caso, verifica-se a questão de que a apresentação de resultados sobre endividamento futuros pode não resultar em uma imagem positiva ao mercado. Não é uma prática comum levar este tipo de resultado voluntariamente, conforme apontou Dye (2001) ao discutir este tipo de divulgação com Verrecchia (2001). O mesmo critério pode ser levantado em relação à apresentação das despesas, em que se observa uma relação negativa na maioria das variáveis analisadas. Por outro lado, as divulgações de receita, investimentos, EBTIDA, rentabilidade e margem foram, em sua maioria, relacionadas positivamente com a divulgação do *Guidance*.

De forma geral, os resultados indicaram que a concentração acionária tem uma influência positiva na divulgação do *Guidance*, tendo em vista os mecanismos de Governança Corporativa que atuam nas empresas do Novo Mercado. Assim sendo, com base na amostra utilizada e no tempo avaliado, as empresas listadas no Novo Mercado, com maior nível de concentração acionária, estão mais propensas à divulgação do *Guidance*. Deve-se levar em conta ainda que estas divulgações normalmente são pautadas mais em informações de investimento, receita e fluxos de caixas e menos na divulgação de despesas, lucros e dívidas das firmas.

5 Considerações Finais

Os resultados da pesquisa permitiram concluir, a partir das relações estatísticas significativas observadas, que se espera que empresas com maior concentração acionária apresentem maiores incentivos a realizar a publicação voluntária do *Guidance*. Foi possível verificar que pelo menos quatro fatores são influenciados pelo fato de ações estarem nas mãos de um ou poucos proprietários. Observou-se também que outros fatores influenciam a divulgação, tais como o tamanho do conselho de administração; a independência deste conselho; o tamanho da empresa; o retorno sobre capital investido e o nível de alavancagem.

Verificou-se que cada fator sofreu de alguma forma a influência de uma ou mais variáveis. Assim, no caso da divulgação do fator relacionado a premissas, receitas, ajustes, custos e metodologia das projeções, observa-se que é mais realizada em empresas maiores, mais concentradas, menos endividadas e com maior conselho de administração. No caso da divulgação de dívidas e lucros, existe uma prática menor ao se analisar as variáveis com destaque para a concentração de propriedade e tamanho do conselho. Verificou-se uma possibilidade maior de divulgação do fator relacionado com projeção e fluxos de caixas e margens. A influência da maioria das variáveis também será positiva em relação à divulgação de projetos de investimentos e expansão.

Pôde-se concluir que a maioria das divulgações passam por fatores que levam um ambiente de otimismo e crescimento aos usuários das informações contábeis. Projeções de despesas e dívidas podem não ser bem recebidas pelos analistas de mercado influenciando a precificação dos ativos. Por outro lado, projetos de expansão, fluxos de caixas gerados, receitas e custos vinculados a ela tendem a expressar mais confiança nos negócios e maior poder de geração e resultados futuros, gerando mais confiança e melhores análises por parte dos usuários da informação contábil.

Observa-se ainda que uma gestão exercida por um controlador que detém a maior parte das ações terá incentivos para aumentar o nível de *disclosure* voluntário, e, apesar dos custos e riscos envolvidos, levar mais transparência ao mercado. Neste sentido, a atuação do mesmo tende a estar alinhada aos seus interesses enquanto acionista majoritário e também dos acionistas minoritários, tendo em vista que as ações de divulgação do *Guidance* podem aumentar a valorização dos ativos e consequentemente dos acionistas na sua totalidade.

Apesar do pouco nível de divulgação verificado entre as empresas constantes da amostra, dentro do que foi publicado, este estudo contribui para avançar no conhecimento das características mais específicas das empresas que têm o comportamento de divulgação. Pode-se, então, avançar nos estudos dos relacionamentos destas variáveis com a remuneração recebida pelos gestores, ou mesmo verificar o impacto da divulgação de fatores específicos em valor de mercado das empresas e ainda realizar uma comparação entre o nível de acurácia da projeção dos analistas e o efeito no mercado de capitais.

Os fatores aqui destacados também podem ser alvo de estudos que envolvam empresas que não estão no rol das firmas da amostra utilizada. Isso teria um caráter confirmatório dos achados. Sugere-se também a realização deste estudo comparativamente em mercados emergentes com características similares ao mercado brasileiro. Espera-se ainda que novos fatores sejam introduzidos, ou mesmo que os existentes sejam reconstruídos de forma a buscar um parâmetro presente em economias similares, principalmente no tocante à concentração acionária.

Referências

ACHARYA, V. V.; LAMBRECHT, B. M. A Theory of income smoothing when insiders Know More Than Outsiders. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 28, n. 9, p. 2534–2574, 1 set. 2015.

AKERLOF, G. A. 15 - The Market For “Lemons”: quality uncertainty and The Market Mechanism**. In: DIAMOND, P.; ROTHCHILD, M. (Eds.). **Uncertainty in Economics**. [s.l.] Academic Press, 1978. p. 235–251.

ALJIFRI, K.; HUSSAINEY, K. The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. **Managerial Auditing Journal**, Fullerton, v. 22, n. 9, p. 881–894, 1 jan. 2007.

ALTUNBAŞ, Y.; THORNTON, J.; UYMAZ, Y. The effect of CEO power on bank risk: Do boards and institutional investors matter? **Finance Research Letters**, [s.l.], v. 33, p. 101–202, 2020.

AN, Z.; LI, D.; YU, J. Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. **Journal of Banking & Finance**, [s.l.], v. 68, p. 131–152, 1 jul. 2016.

ANDRÉ, P.; FILIP, A.; MOLDOVAN, R. Diversified firms and analyst earnings forecasts: the role of management guidance at the segment level. **Journal of International Accounting Research**, Memphis, v. 18, n. 3, p. 1–38, 1 set. 2019.

ARANTES, V. A.; GUSMÃO, I. B.; COSTA, M. C. Análise do relatório de guidance em empresas investigadas pela Polícia Federal: exame sob a perspectiva do gerenciamento de impressões. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 13, p.148176–e148176, 24 abr. 2019.

BACKES, J. A. EVA® - Valor Econômico Agregado. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 2, n. 3, p. 1–14, 2002.

BAGINSKI, S. P.; RAKOW, K. C. Management earnings forecast disclosure policy and the cost of equity capital. **Review of Accounting Studies**, [s.l.] v. 17, n. 2, p. 279–321, 1 jun. 2012.

BAIK, B.; JIANG, G. The use of management forecasts to dampen analysts' expectations. **Journal of Accounting and Public Policy**, [s.l.], v. 25, n. 5, p. 531–553, 1 set. 2006.

BARGERON, L. L.; LEHN, K. M.; ZUTTER, C. J. Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], Conference Issue on Current Issues in Accounting & Reassessing the Regulation of Capital Markets. v. 49, n. 1, p. 34–52, 1 fev.2010.

BEBCHUK, L; COHEN, A; FERRELL, A. What matters in corporate governance?. **The Review of financial studies**, [s.l.], v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.

BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 80, n. 3, p. 511–529, 1 jun. 2006.

BEYER, A. *et al.* The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 50, n. 2, p. 296–343, 1 dez. 2010.

BILLINGS, M. B.; JENNINGS, R.; LEV, B. On guidance and volatility. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 60, n. 2, p. 161–180, 1 nov. 2015.

BRANDÃO, I. DE F. *et al.* Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 10, n. 21, p. 87–114, 2013.

BRANDÃO, I. DE F.; LUCA, M. M. M. D.; VASCONCELOS, A. C. DE. Características do Guidance nas maiores companhias abertas do brasil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 10, n. 4, p. 106–127, 30 dez. 2014.

BROWN, P.; WALTER, T. The CAPM: Theoretical validity, empirical intractability and practical applications. **Abacus**, [s.l.], v. 49, p. 44–50, 1 jan. 2013.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142–153, ago. 2013.

CÂMARA, A. R. A. DE S. *et al.* Divulgação de informações voluntárias como estratégia de crescimento e melhoria do desempenho econômico-financeiro: um estudo nas empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (B3). **Contabilometria**, Uberlândia, v. 5, n. 2, p. 142–160, 4 ago. 2018.

CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, cost of debt capital and capital structure in Brazil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 25–46, dez. 2009.

CELIK, O; ECER, A; KARABACAK, H. Disclosure of forward looking information: Evidence from listed companies on Istanbul stock exchange. **Investment Management and Financial Innovations**, [s.l.], n. 3, Iss. 2, p. 197-216, 2006.

CHENG, Q.; LUO, T.; YUE, H. Managerial Incentives and management forecast precision. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 88, n. 5, p. 1575–1602, 1 set. 2013.

CICONTE, W.; KIRK, M.; TUCKER, J. W. Does the midpoint of range earnings forecasts represent managers' expectations? **Review of Accounting Studies**, [s.l.], v. 19, n. 2, p. 628–660, 1 jun. 2014.

COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P.; MOURA, E. A. DE. Efeitos entrincheiramento e alinhamento e informatividade dos lucros contábeis: estudo comparativo. **Revista de Ciências da Administração**, Florianópolis, v. 19, n. 48, p. 108–121, 30 ago. 2017.

DALMÁCIO, F. Z. *et al.* Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 5, p. 104–139, 23 abr. 2013.

DARGENIDOU, C.; MCLEAY, S.; RAONIC, I. Ownership, investor protection and earnings expectations. **Journal of Business Finance & Accounting**, [s.l.], v. 34, n. 1–2, p. 247–268, 2007.

D'AUGUSTA, C.; REDIGOLO, G. Do firms use early guidance to disclose the effect of conservatism on future earnings? **Review of Accounting and Finance**, [s.l.], v. 18, n. 3, p. 432–455, 2019.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 32, n. 1, p. 181–235, 1 dez. 2001.

FREITAS, M. R. DE O. *et al.* Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 60, n. 5, p. 322–335, 29 jun. 2020.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 40, n. 1, p. 3–73, 1 dez. 2005.

GRAHAM, R. C.; MOORE, J. A. The mitigation of high-growth-related accounting distortions after sarbanes-oxley. **Research in Accounting Regulation**, [s.l.], v. 30, n. 2, p. 82–94, 1 out. 2018.

GRILLO, F. F. *et al.* Influência Da Presença Familiar No Controle, Gestão E Conselho De Administração Sobre A Relevância E A Tempestividade Das Informações Contábeis. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 13, n. 1, p. 85–105, 25 abr. 2017.

HART, M. How informative is qualitative management earnings guidance? **Advances in Accounting**, [s.l.], v. 41, p. 59–73, 1 jun. 2018.

HOUSTON, J. F.; LEV, B.; TUCKER, J. W. To guide or not to guide? causes and consequences of stopping quarterly earnings guidance*. **Contemporary Accounting Research**, [s.l.], v. 27, n. 1, p. 143–185, 2010.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance**, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 8–21, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1 out. 1976.

JUNG, B.; SODERSTROM, N.; YANG, Y. S. Earnings Smoothing activities of firms to manage credit ratings*. **Contemporary Accounting Research**, [s.l.], v. 30, n. 2, p. 645–676, 2013.

KELLY, B.; LJUNGQVIST, A. Testing asymmetric-information asset pricing models. **The Review of Financial Studies**, [s.l.], v. 25, n. 5, p. 1366–1413, 1 maio 2012.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], Special Issue on International Corporate Governance. v. 58, n. 1, p. 3–27, 1 jan. 2000.

MACEDO NETO, H. *et al.* Fatores incentivadores da publicação de guidance pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o pronunciamento de orientação Nº 04/2008 do CODIM. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 105–123, 21 jul. 2014.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952.

MARQUES, T. DE Á.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A Concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 100–133, set. 2015.

MORELLEC, E.; NIKOLOV, B.; SCHURHOFF, N. Agency conflicts around the world. **The Review of Financial Studies**, [s.l.], v. 31, n. 11, p. 4232–4287, 2018.

- OLIVEIRA, A. S. DE; GIRÃO, L. F. DE A. P. 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 (REPeC)**, Brasília, v. 12, n. 1, p. 121-144, mar. 2018.
- OLIVEIRA, R. X. DE *et al.* Cobertura de analistas de mercado e social disclosure: evidências em empresas brasileiras abertas. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 11, n. 1, p. 024-046, 30 abr. 2018.
- PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 7, n. 18, p. 48, p. 48-59 ago. 2013.
- PESSANHA, José Reinaldo *et al.* **Concentração de poder e acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2012.
- RUBIN, A.; RUBIN, E. Informed investors and the internet. **Journal of Business Finance & Accounting**, [s.l.], v. 37, n. 7-8, p. 841-865, 2010.
- RULAND, W.; TUNG, S.; GEORGE, N. E. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 65, n. 3, p. 710-721, 1990.
- SÁENZ GONZÁLEZ, J.; GARCÍA-MECA, E. Does corporate governance influence earnings management in latin american markets? **Journal of Business Ethics**, [s.l.], v. 121, n. 3, p. 419-440, 1 maio 2014.
- SILVA, M. C. DA. **Disclosure do guidance e assimetria de informação contábil**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2019.
- SUBRAHMANYAM, A. Comments and perspectives on 'The Capital Asset Pricing Model'. **Abacus**, [s.l.], v. 49, p. 79-81, 1 jan. 2013.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 32, n. 1, p. 97-180, 1 dez. 2001.
- YANG, H. I. Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 53, n. 1, p. 167-184, 1 fev. 2012.
- YEO, G. H. H. *et al.* Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. **Journal of Business Finance & Accounting**, [s.l.], v. 29, n. 7-8, p. 1023-1046, 2002.