
O QUE OS INVESTIDORES NÃO VEEM, O MERCADO NÃO SENTE: REFLEXÕES SOBRE A DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES PROSPECTIVAS

WHAT INVESTORS DON'T SEE THE MARKET DOESN'T FEEL: REFLECTIONS OF GUIDANCE VOLUNTARY DISCLOSURE

C

Vagner Alves Arantes

Doutor em Contabilidade pelo Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, Professor Adjunto na Universidade Federal de Viçosa, UFV.
Endereço: Km 7, MG-230, Rodoviário. Rio Paranaíba/MG - 38810-000
Telefone: (34) 3855-9477
E-mail: vagneralvesarantes@gmail.com

Daniela Pirolo Dias

Doutoranda em Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo - USP
Endereço: Avenida Professor Luciano Gualberto, 908 - Butantã - São Paulo/SP - 05508-010
Telefone: (11) 3091-5920
E-mail: danielapirolo@hotmail.com

Recebido: 20/12/2020 Aprovado: 21/03/2020
Publicado: 30/12/2020

Rodrigo Oliveira Soares

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Professor e Pesquisador do Programa de Mestrado e Doutorado em Contabilidade (PPGCONT) e Professor do Departamento de Administração Geral e Aplicada (DAGA) da Universidade Federal do Paraná
Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico - Curitiba/PR -80210-170
Telefone: (41) 3360-4366
E-mail: rosoares@ufpr.br

RESUMO

O presente estudo estabelece proposições teóricas sobre os efeitos da divulgação voluntária de informações prospectivas, *guidance*, no comportamento empresarial e identifica os setores e as empresas listadas na B3 que adotaram essa forma de divulgação, entre 2010 e 2017. Para tanto, realiza-se a revisão narrativa sobre as pesquisas nacionais e internacionais que analisam essa temática. Adota-se a teoria da divulgação voluntária como perspectiva teórica que orienta a construção das proposições e permite estabelecer inferências sobre a adoção do *guidance* entre as empresas brasileiras. Entre as proposições, sugere-se que a divulgação de informações prospectivas pode conduzir a efeitos mistos na assimetria informacional; incentivar positivamente o comportamento míope; e pondera-se que a narrativa contábil que permeia a apresentação dessas informações pode influenciar os stakeholders. Nota-se que 128 empresas, dentre 331 analisadas, optaram pela divulgação do *guidance* (39%), sendo recorrente a adoção desta prática em setores regulados, como em comunicação e energia elétrica. No entanto, setores de tecnologia e industriais apresentam menor aderência à divulgação contábil, o que pode estar associado ao nível de incerteza desses ambientes. O estudo contribui para a literatura ao apontar os potenciais efeitos da divulgação de *guidance* e ao indicar caminhos para investigação. De forma prática, o estudo contribui aos gestores para atentarem-se ao tipo e a forma das informações divulgadas nos relatórios prospectivos, pois podem direcionar a interpretação, ou mesmo, as decisões dos investidores.

Palavras-chave: Divulgação Voluntária. *Guidance*. Informação Contábil.

ABSTRACT

The present study makes theoretical propositions about the effects of voluntary disclosure of prospective information (guidance) on business behavior and identifies the sectors and companies listed in B3 that adopted this form of disclosure between 2010 and 2017. For this, we conducted a narrative review on national and international researches that analyze this theme. We adopted the theory of voluntary disclosure as a theoretical perspective that guides the construction of propositions and allowed us to establish inferences about the adoption of guidance among Brazilian companies. Our research proposals present evidence that the disclosure of prospective information can lead to mixed effects on informational asymmetry; positively encourage myopic behavior; and it is considered that the accounting narrative that permeates the presentation of this information may influence stakeholders. We found that 128 companies among 331 analyzed chose to disclose the guidance (39%), with the adoption of this practice in regulated sectors, such as communication and electricity, recurring. However, the technology and industrial sectors have less adherence to accounting disclosure, which may be associated with the level of uncertainty in these environments. The study contributes to the literature by pointing out the potential effects of the disclosure of guidance and by indicating paths for investigation. In a practical way, the study helps managers to pay attention to the type and form of information disclosed in the prospective reports, as they can direct the interpretation, or even, the decisions of investors.

Keywords: *Voluntary disclosure, guidance, accounting information.*

1 INTRODUÇÃO

O interesse pelo futuro acomete não somente o comportamento humano, mas está intrínseco ao ambiente corporativo. As empresas podem minimizar os riscos e as incertezas ao executar práticas de planejamento e controle das atividades. A redução da incerteza pode resultar na valorização das ações, na conquista de investidores, no fortalecimento dos laços com fornecedores, clientes e com a sociedade. Ao conduzir a um horizonte duradouro, as organizações podem reforçar a legitimidade junto aos stakeholders e, assim, promover a maior confiabilidade nos relatórios e demonstrativos contábeis.

Sob esta orientação, a contabilidade é um instrumento capaz de amenizar a incerteza atrelada ao comportamento futuro das empresas na medida em que exerce o controle, permite a prospecção e o acompanhamento das atividades empresariais (DYE, 1985). A apresentação de informações prospectivas vem sendo comunicada ao mercado por meio dos relatórios e demonstrativos contábeis. Reconhecida como *guidance*, esta forma de comunicação de metas e estimativas pode apresentar diferentes efeitos no mercado, variando conforme a tipologia e a forma utilizada pelas empresas para apresentar estas informações.

De um lado, os pesquisadores apresentam que ao divulgar informações prospectivas de cunho operacional, de investimentos ou de resultados há a redução da assimetria informacional (BILLINGS; JENNINGS; LEV, 2015); maior confiabilidade na qualidade dos demonstrativos contábeis (MACEDO NETO et al., 2014); valorização das ações ao satisfazer a curiosidade e o interesse dos investidores sobre o desempenho futuro destas entidades (CHEN; MATSUMOTO; RAJGOPAL, 2011; KING, 2017). O disclosure de informações prospectivas pode ainda ser confrontado com as estimativas realizadas por analistas de mercado uma vez que o *guidance* é constituído pela perspectiva dos gestores empresariais (XIN, 2015).

Por outro lado, estudos também demonstram que nem sempre o disclosure destas informações são absorvidas de forma positiva pelos investidores. Anhalt (2007) sugere que estimativas mal realizadas

podem ocasionar a perda de credibilidade da empresa junto ao mercado ou mesmo induzir os investidores a criar expectativas quanto a capacidade da empresa em superar as metas de lucros apresentadas (SKINNER; SLOAN, 2002). Outras variáveis como o prazo da apresentação das estimativas, entre curto e longo prazo (KLEINKNECHT *et al.*, 2019), o uso de palavras com tom positivo e/ou negativo (ARANTES; GUSMÃO; COSTA, 2019), a repetição e a ênfase em determinados termos também podem conduzir a interpretação dos investidores (BRENNAN; MERKL-DAVIES, 2013).

Diante dos efeitos mistos da comunicação e divulgação das informações prospectivas pelas empresas a diferentes agentes do mercado, a presente pesquisa apresenta a seguinte inquietação: Quais são os efeitos da divulgação voluntária de informações prospectivas no comportamento das empresas? Para tanto, o estudo realiza uma revisão narrativa sobre os efeitos da divulgação voluntária de informações prospectivas e identifica o campo de atuação em que as proposições teóricas podem ser testadas no contexto brasileiro. O uso da técnica de revisão narrativa permitiu compilar artigos nacionais e internacionais sobre a temática de guidance e sintetizar seus efeitos em proposições teóricas que podem ser testadas por estudos futuros. A teoria da divulgação voluntária é utilizada como perspectiva teórica que norteia a construção das proposições e permite estabelecer inferências sobre a adoção desta prática entre as empresas brasileiras.

Para identificar as empresas que realizaram a divulgação de informações prospectivas analisou-se o item 11 dos formulários de referências das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), no horizonte de 2010 a 2017. Este item do formulário é constituído pelos sub-relatórios de projeções, item 11.1, e de acompanhamento, item 11.2, das estimativas. Neste sub-relatório, as empresas podem apresentar as justificativas para os desvios nas estimativas apresentadas em anos anteriores. Desta forma, o relatório de guidance é formado, majoritariamente, por informações qualitativas na medida em que a empresa apresenta os critérios para estabelecer as estimativas, bem como evidencia as justificativas para os desvios nas projeções.

O trabalho contribui para a literatura do guidance de maneira teórica e prática. Pela perspectiva teórica, o estudo coloca em evidência os potenciais efeitos da divulgação voluntária de guidance e permite que estudos futuros testem estas interações. Em estudos internacionais é comumente analisado os efeitos quantitativos das informações prospectivas no desempenho, no comportamento dos investimentos e nos resultados das empresas. Pela predominância textual nas divulgações prospectivas no Brasil, sugere-se que estudos futuros se concentrem em analisar como a escolha, disposição e ênfase atribuída a cada grupo de palavras pode influenciar o comportamento dos investidores.

Pela perspectiva prática, a presente pesquisa contribui ao identificar as empresas e os setores econômicos que adotaram a divulgação voluntária do guidance de forma constante e aqueles que interromperam em diferenciados períodos ao longo do tempo. Os dados sugerem que setores econômicos em que existam empresas de economia mista, com participação federal ou estadual, e com agências reguladoras (autarquias federais) apresentam maior aderência à divulgação do guidance. No entanto, há redução na divulgação de informações prospectivas a partir de 2013 e os resultados apontam que isto não é um fenômeno isolado ao contexto brasileiro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A divulgação voluntária de informações prospectivas

A divulgação voluntária representa uma escolha livre por parte dos gestores das organizações em comunicar informações adicionais ao mercado (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). É considerada parte integrante da governança corporativa de uma empresa e, como tal, é utilizada como instrumento para comunicar os mecanismos de governança às partes interessadas como acionistas, credores, fornecedores e potenciais investidores (HEALY; PALEPU, 2001).

Segundo Engel *et al.* (2019), esta forma de divulgação tem suas raízes nos problemas de agência, pautado na assimetria de informações que existe entre os membros internos e entre membros internos e externos das organizações (SHLEIFER; VISHNY, 1997). No entanto, a divulgação voluntária não deve ser entendida como um instrumento de conflito permanente entre os agentes organizacionais. Desde que haja congruência entre os objetivos das partes interessadas, a divulgação voluntária pode conduzir à redução do risco operacional na medida em que disponibiliza informações adicionais sobre o comportamento atual e futuro das empresas (ENGEL *et al.*, 2019).

Além disto, a adoção do *disclosure* voluntário contribui para a diferenciação entre os grupos empresariais, visto que aquelas que aderem a esta prática podem comunicar ao mercado o comportamento sobre o desempenho, estratégias, investimentos e prospectar informações semelhantes de curto e longo prazo (FENG; LI; MCVAY, 2009; LANZANA, 2004). Nesse aspecto, a divulgação voluntária pode ser utilizada para promover ideias e demonstrar o posicionamento da empresa frente aos agentes interessados (ABEYSEKERA; GUTHRIE, 2005; ABHAYAWANSA; AZIM, 2014). Do ponto de vista contábil, esta forma de divulgação contribui para o crescimento e sustentabilidade das empresas na medida em que representa o ponto de vista das gestões (ABEYSEKERA; GUTHRIE, 2005). Este comportamento é proeminente quando as entidades adotam o *disclosure* voluntário de informações prospectivas.

As empresas utilizam diferentes instrumentos para apresentar as informações prospectivas, seja em demonstrativos contábeis por meio de contas que prevejam ações futuras, seja em relatórios que aglomeram estas informações. Reconhecidas na literatura contábil como *guidance*, a divulgação destas informações varia conforme os países. No contexto brasileiro, as informações prospectivas estão concentradas no item 11 do Formulário de Referência, segmentadas entre a apresentação das estimativas e seu respectivo acompanhamento. Mesmo sendo caracterizado como um relatório voluntário, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2009) e o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM, 2008) apresentaram orientações sobre as condutas que as empresas podem seguir ao divulgar estas informações. Enquanto a Instrução n. 480 da CVM sugere como o *guidance* deve ser apresentado, o CODIM direciona caminhos para a adoção da política de *guidance* quanto à equidade, forma e consistência, frequência e processo de alteração das informações prospectivas.

A aderência a esta prática ainda é restrita e discrepante quanto à frequência da divulgação. No entanto, a elaboração de estimativas pela perspectiva da empresa pode ser confrontada com perspectivas externas, como de analistas de mercado, com empresas do mesmo setor, ou mesmo com perspectivas de órgãos públicos, como agências reguladoras.

No intuito de compreender quais informações são divulgadas pelas empresas, os estudos realizados no contexto brasileiro diferem quanto a amostra e abordagem metodológica utilizada. Brandão *et al.* (2013) analisaram os fatores determinantes do *guidance* entre empresas não financeiras em 2012. Constataram que o tamanho das empresas, os segmentos de governança corporativa e a remuneração dos gestores por *stock options* estão associados à adoção do *guidance* entre empresas listadas na B3.

Ao analisar as 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil em 2011, Brandão *et al.* (2014) evidenciam a baixa aderência das empresas ao *guidance* e ressaltam a divulgação de informações similares, sugerindo a presença de isomorfismo. Cruz *et al.* (2015) também analisaram as empresas não financeiras listadas na B3 em 2012 que divulgaram o *guidance* e identificaram que a adoção desta forma de divulgação voluntária não tem efeito sobre o desempenho das empresas.

No que tange à narrativa contábil apresentada no *guidance*, Souza *et al.* (2018) analisaram o setor financeiro sob a perspectiva da teoria do gerenciamento de impressões. Os autores constataram que as empresas privilegiam o uso do tom positivo na realização das projeções, o que pode influenciar a interpretação da narrativa contábil. Também apontaram que o tom negativo é predominante no acompanhamento das projeções e que as empresas tendem a gerenciar o discurso conforme a alocação

das palavras com diferentes tons entre a parte inicial e final dos textos. Comportamento semelhante foi apontado por Arantes, Gusmão e Costa (2019) ao analisarem o gerenciamento de impressões entre os relatórios de *guidance* para as empresas investigadas nas operações Lava-Jato, Zelotes e Carne Seco. Os autores apontam que estas operações não foram contempladas no *guidance* apesar de impactarem os resultados futuros das organizações e apresentados tanto em demonstrativos contábeis quanto em comunicados ao mercado.

3 METODOLOGIA

A pesquisa realiza uma revisão narrativa sobre os efeitos da divulgação voluntária de informações prospectivas nas empresas e explora a adoção desta forma de divulgação pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão (B³). Para tanto, adota-se um estudo documental, descritivo e com abordagem qualitativa. O enquadramento como revisão narrativa está associado à realização do exame de estudos anteriores afim de estabelecer proposições teóricas testáveis sobre a temática. Esta forma de revisão permite descrever o estado da arte de um assunto sob o ponto de vista teórico e contextual (ROTHER, 2007), considerando a perspicácia dos pesquisadores para seleção, compreensão e interpretação dos achados a partir da seleção de artigos (MENDES-DA-SILVA, 2019). Para isto, recorreu-se à pesquisa e leitura de artigos publicados em periódicos nacionais e internacionais que contemplassem a temática de divulgação de informações prospectivas e *guidance*. A partir da discussão dos resultados dos artigos tornou-se possível apontar lacunas teóricas e apresentar caminhos para investigações por meio da formação de proposições teóricas. Destaca-se que estas proposições foram estabelecidas à luz da teoria da divulgação voluntária que norteia o desenvolvimento desta pesquisa.

No intuito de identificar o campo de atuação em que as proposições teóricas podem ser testadas, o presente artigo também estabelece uma investigação das empresas listadas na B³, que aderiram à prática e divulgação voluntária de informações prospectivas no Formulário de Referência. Considerando que esta forma de divulgação foi regulamentada pela Instrução nº480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2009 e passou a ser divulgado no item 11 do Formulário de Referência, determinou-se como período de análise os anos de 2010 a 2017.

A população foi constituída pelas empresas listadas na B³ em 31 de dezembro de 2017, correspondendo a 424 organizações. Foram eliminados 93 fundos de investimentos por não apresentarem Formulário de Referência no período analisado. A amostra final foi constituída por 331 organizações, sendo analisados os formulários de cada empresa no horizonte temporal deste estudo. Para tanto, as empresas que adotaram esta prática foram codificadas como 1, e as demais como 0. Foram analisados 2.648 relatórios, sendo utilizada a análise descritiva para apresentar adoção do *guidance* no contexto brasileiro. As empresas foram segregadas em dez setores conforme o Sistema de Classificação Setorial *Bloomberg* (BICS) que considera as características e a função de negócio.

Apesar do *guidance* ser apresentado em dois sub-tópicos, um referente às projeções e outro ao acompanhamento, optou-se por analisar a apresentação ou não do *guidance* como um todo, não realizando a segregação entre os relatórios. Tal procedimento está relacionado à divulgação concomitante entre os relatórios que constituem o *guidance*.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Conforme os objetivos traçados neste estudo, os resultados são apresentados em dois momentos. O primeiro compreende a apresentação das proposições teóricas sobre os efeitos da divulgação voluntária de *guidance* no comportamento das empresas, sendo compilados achados de pesquisas anteriores com a formulações de proposições a serem testadas em estudos futuros. Por conseguinte, são apresentadas as empresas listadas na B3 que adotaram a prática de *guidance* no horizonte temporal de 2010 e 2017. Por

esta segmentação, torna-se possível indicar caminhos para investigação futura aplicada ao contexto brasileiro.

4.1 Efeitos da divulgação voluntária de informações prospectivas nas empresas e no mercado financeiro

As projeções comunicadas ao mercado financeiro podem ser utilizadas como instrumento para aproximar a expectativa dos investidores ao desempenho futuro das organizações (ROGERS; SKINNER; BUSKIRK, 2009). Isto pode ser ainda mais proeminente quando as projeções são realizadas pela própria entidade que as divulgam, pois levará em consideração informações internas que analistas de mercado ou outros agentes podem desconhecer. O instrumento utilizado pela contabilidade para compilar este tipo de informação é denominado *guidance*, um relatório voluntário que contempla prognósticos periódicos, de curto ou de longo prazo, de natureza econômica, operacional e/ou de resultados.

Desde o início da divulgação de informações prospectivas pelas empresas americanas (CHEN; MATSUMOTO; RAJGOPAL, 2011), este tipo de informação vem sendo explorado em estudos acadêmicos ao discutir seus efeitos no mercado financeiro. Os estudos variam quanto ao escopo de análise, visto que a não obrigatoriedade e a ausência de uma estrutura padrão para divulgação permitem nuances quanto às informações divulgadas ao mercado. Pode-se sintetizar os efeitos da divulgação voluntária do *guidance* sob algumas perspectivas, sendo o i) comportamento míope, ii) assimetria informacional, iii) fatores que permitem a divulgação ou a interrupção do *guidance*.

O comportamento míope está associado às ações organizacionais que privilegiam ganhos no curto prazo, em detrimento do longo prazo (STEVENS *et al.*, 2015). No tocante à prática do *guidance*, este comportamento pode ser acionado quando as organizações concentram esforços em divulgar informações prospectivas de curto prazo (CHAPMAN *et al.*, 2018). Este comportamento também está relacionado ao processo de ancoragem proporcionado pela adoção de *guidance*, isto é, à medida que as empresas divulgam informações prospectivas acredita-se que estejam estabelecendo metas a serem cumpridas, o que induz à gestão de curto prazo (CHEN; MATSUMOTO; RAJGOPAL, 2011; KLEINKNECHT *et al.*, 2019).

Faz-se interessante notar o estudo de Chen *et al.* (2011) em que companhias americanas anunciaram o encerramento da divulgação de projeções trimestrais de lucros por ações, devido à estratégia de concentrar a atenção dos investidores no longo prazo. Os autores sugerem que a divulgação prospectiva de curto prazo poderia comprometer o desempenho de longo prazo e, conseqüentemente, dar ênfase aos ganhos em curto espaço temporal. Sob esta perspectiva, o comportamento míope, como consequência da divulgação do *guidance*, pode comprometer a criação de valor sustentável a longo prazo (DAVIES *et al.*, 2014), ocasionar a perda de credibilidade da empresa junto ao mercado (ANHALT, 2007), induzir os investidores a colocar ênfase em superar as metas de lucros (SKINNER; SLOAN, 2002), ou se manifestar em excesso de endividamento pelo uso do crédito para cobrir as necessidades recentes de capital (ERASMUS, 2015).

Nota-se, também, que tanto a Teoria da Divulgação (DYE, 1998), quanto a taxonomia da Divulgação Voluntária (VERRECCHIA, 2001) não apresentam pressupostos que permitam analisar o comportamento míope como reflexo de informações prospectivas, como o *guidance*. Isso posto, tem-se a seguinte proposição:

Proposição 1. A divulgação do guidance induz ao comportamento míope o que pode ser considerado um custo da divulgação voluntária.

Outro ponto a ser analisado sobre a divulgação voluntária do *guidance* compreende os efeitos sobre a incerteza do mercado financeiro. Os modelos teóricos indicam que a divulgação voluntária tende a diminuir a assimetria informacional (DIAMOND, 1985; DIAMOND; VERRECCHIA, 1991), bem como reduzir a incerteza dos investidores (DYE, 1985). Sob esta perspectiva, os investidores operam em um ambiente de incerteza e as informações prospectivas, elaboradas pelas organizações, tendem a controlar e atingir as expectativas destes agentes (BILLINGS; JENNINGS; LEV, 2015).

No entanto, algumas pesquisas sugerem que a divulgação prospectiva pode repercutir de forma diferente ao longo do tempo no que tange à incerteza de mercado. Rogers *et al.* (2009) apontam que, embora as previsões de lucros aumentem a incerteza logo após sua divulgação, esta forma de divulgação tem pouco efeito sobre a incerteza no longo prazo. Quanto aos efeitos de informações prospectiva sobre a incerteza no longo prazo, os autores também apontam que, ao transmitir notícias negativas e apresentar o relatório de *guidance* de forma esporádica, as empresas contribuem para a incerteza de longo prazo de mercado. Os achados da pesquisa direcionam para análises quanto ao tipo da informação divulgada, seja positiva ou negativa, bem como a linearidade quanto à divulgação de informações prospectivas.

Em contraposição, o estudo de Billings *et al.* (2015) apresentam evidências de que a divulgação prospectiva de resultados promove a redução na volatilidade dos preços. O estudo aponta para a melhoria significativa na liquidez, as reduções no risco de litígios e a atração da cobertura de analistas após a divulgação destas informações. Também corrobora com os pressupostos dos modelos teóricos sobre a redução da assimetria informacional a partir da divulgação de informações prospectivas. Sob estas análises, pode-se elencar a proposição:

Proposição 2. A divulgação voluntária do guidance pode apresentar comportamento simultâneo quanto a assimetria informacional, ao promover e/ou reduzir estes efeitos.

A interrupção no processo de divulgação do *guidance* também pode ter efeitos sob a assimetria informacional. A justificativa para interromper a divulgação voluntária é elencada por Dye (1985) e Verrecchia (1983) que indicam a tendência das empresas em reter informações de caráter negativo. Além disto, o desejo de não enfatizar o desempenho fraco pode conduzir às mudanças na política de divulgação (CHEN; MATSUMOTO; RAJGOPAL, 2011) ou mesmo na qualidade e quantidade da informação divulgada ao mercado (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). Nessa orientação, Rogers, Skinner e Buskirk (2009) destacam que empresas que apresentam o *guidance* de forma esporádica contribuem para a incerteza de longo prazo de mercado. Por sua vez, Chen *et al.* (2011) não encontraram evidências da interrupção na divulgação do *guidance* sob volatilidade do preço das ações. Assim, sugere-se uma segunda proposição sobre o relacionamento entre *guidance* e assimetria informacional.

Proposição 2.1. A interrupção da divulgação do guidance pode refletir em custos às organizações.

Diferentemente dos demais demonstrativos contábeis que se dedicam a apresentar informações quantitativas, no *guidance* é predominante o uso da narrativa contábil para compor as projeções e, principalmente, para justificar os desvios das estimativas quanto de sua realização. A predominância da narrativa contábil permite que a gerência elabore e contextualize as informações prospectivas, apresentando posicionamentos para o cumprimento ou não das projeções. Sob esta orientação, a escolha e disposição das palavras; a repetição de determinados termos; o uso recorrente de adjetivos/substantivos; o uso de palavras com tom positivo/negativo; e os estilos de divulgação podem influenciar na interpretação do relatório e, por vezes, persuadir os *stakeholders* (RILEY; YEN, 2019)

Os estudos que contemplam a narrativa contábil focam a legibilidade, realizando uma análise sintática para avaliar a dificuldade na compreensão do texto. Nesta orientação, Riley *et al.* (2019) sugerem que as notícias com aspectos negativos são menos legíveis, isto é, apresentam menor clareza e conduzem à menor compreensão das informações. No contexto do *guidance*, esta perspectiva de análise pode ser atribuída ao relatório de acompanhamento, em que as empresas dedicam-se a explicar os

motivos que contribuíram para a não realização das estimativas. Desta forma, tanto as escolhas das palavras e a condução textual relacionada às justificativas para a não realização das estimativas podem persuadir o leitor ou mesmo serem menos legíveis.

Para analisar a narrativa contábil, Brennan e Merkl-Davies (2013) utilizaram do gerenciamento de impressões como instrumento para identificar a manipulação textual a partir do uso de palavras com tom positivo/negativo. Ao propor um indicador de gerenciamento de impressões os autores analisam o tom, o posicionamento dessas palavras, a ênfase e a repetição dos termos ao longo de texto, de forma a conduzir à níveis de gerenciamento. A técnica pode ser atribuída às diferentes formas de narrativa contábil, como notas explicativas, relatório de administração, *releases* contábeis, notícias veiculadas pela mídia corporativa ou mesmo nos relatórios de *guidance*.

Ao aplicar a orientação de Brennan e Merkl-Davies (2013) entre os relatórios de *guidance*, Arantes, Gusmão e Costa (2019) verificaram como a escolha de palavras positivas e negativas pode direcionar o tom do discurso e conduzir a interpretação daqueles que utilizam destes relatórios como instrumento de informações. Os achados constatam que há predominância do uso de palavras com tom positivo tanto no relatório de projeção quanto no acompanhamento do *guidance*. Além disto, apontam que, no relatório de projeções as palavras positivas e negativas são alocadas nos parágrafos iniciais do texto, o que pode influenciar a interpretação e direcionar a compreensão do conteúdo (BRENNAN; MERKL-DAVIES, 2013). Para o relatório de acompanhamento, tanto as palavras com tom positivo quanto negativo são alocadas na região menos enfática do texto, isto é, após o quarto parágrafo. Segundo Brennan e Merkl-Davies (2013), esta região textual tende a apresentar menor ênfase na interpretação e assimilação do conteúdo por parte dos leitores. A partir da perspectiva do conteúdo de informações divulgado pelas empresas dentro do *guidance*, pode-se estabelecer a proposição:

Proposição 3. A escolha e a disposição das palavras podem direcionar a interpretação do guidance.

Contata-se assim que desde a implementação e a divulgação voluntária das informações prospectivas os pesquisadores centralizam esforços em compreender os efeitos dessa prática no comportamento organizacional e no mercado financeiro. Mesmo diante a multiplicidade de estudos sobre a temática, ainda há lacunas que podem ser exploradas por estudiosos do campo de contabilidade. Para explorar estas áreas de investigação torna-se relevante reconhecer as empresas que adotaram tal prática ao longo do tempo. Para tanto, na sessão seguinte apresenta-se a composição das empresas listadas na B³ que aderiram à divulgação de *guidance* entre 2010 e 2017.

4.2 Análise descritiva da divulgação do *guidance* entre empresas brasileiras

Constituído por dois sub-relatórios, o *guidance* corresponde à junção de informações prospectivas e apresentação do acompanhamento das estimativas e previsões de períodos anteriores. Desde sua implementação no contexto brasileiro, 128 organizações optaram pela divulgação de informações prospectivas entre 2010 e 2017, o que corresponde a 38,67% da amostra contemplada nesta pesquisa (Tabela 1). Este resultado é semelhante ao apresentado por Brandão *et al.* (2013) ao constatarem que 27,36% das empresas não financeiras aderiram ao *guidance* em 2012. A amostra utilizada pelos referidos autores difere ao não contemplar o setor financeiro em sua composição.

Tabela 1 - Distribuição da divulgação de *guidance* conforme os setores das empresas listadas na B3

Setores	Total de empresas	Projeções	%
Consumo básico	25	15	60%
Financeiros	77	30	39%
Energia	17	9	53%
Materiais	32	11	34%
Comunicações	6	6	100%
Industriais	35	8	23%
Consumo discricionário	78	28	36%
Serviços públicos	39	16	41%
Saúde	12	3	25%
Tecnologia	10	2	20%
Total	331	128	39%

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

A partir da segmentação das empresas conforme os setores econômicos da Bloomberg nota-se que aqueles com maior efetividade quanto ao *disclosure* do *guidance* foram os setores de comunicações (100%); consumo básico (60%); energia (53%); e serviços públicos (41%). Com exceção do setor de consumo básico, os demais setores apresentam agências reguladoras ou empresas estatais em sua composição. Tanto a presença de agências reguladoras quanto a presença de empresas estatais podem influenciar a apresentação de informações prospectivas. Ao desempenhar o papel de agente fiscalizador, controlar a prestação de serviços, estabelecer regras e assegurar a concorrência, as agências reguladoras têm prerrogativas para monitorar os compromissos assumidos pelas prestadoras de serviços públicos. Desta forma, as agências reguladoras podem promover a gestão de longo prazo às organizações visto que o mercado de suas operações é restrito à quantidade de empresas, e o controle sobre o resultado das empresas é constante. As empresas de economia mista, como Petrobrás, Sabesp ou Cemig, são entidades que têm parcela predominante do capital social sob domínio do governo federal ou estadual. Sob este prisma, a presença do estado como agente fixo e com perspectiva direcionada ao longo prazo pode contribuir para que as organizações tenham maior segurança para apresentar informações prospectivas.

Na Tabela 1 também se observa que os setores com maior concentração de empresas, setor financeiro (77 organizações) e consumo discricionário (78), apresentaram efetividade de divulgação inferior aos setores regulados. Respectivamente, 39% e 36% das empresas desses setores optaram pela divulgação de informações prospectivas. Em relação ao setor financeiro, destaca-se que o Banco Bradesco, Banco do Brasil, Banco do Estado do Rio Grande e Iguatemi Empreendimentos de Shopping divulgaram o *guidance* ao longo de todo período contemplado por esta investigação. Enquanto o Banco Pine e o Banco ABC deixaram de divulgar estas informações em 2010 e 2017, respectivamente. Outras sete instituições financeiras adotaram à divulgação apenas uma vez no período. O setor financeiro, especialmente a atividade bancária, está sob regulação do Banco Central do Brasil, autarquia vinculada ao Ministério da Economia, o que reforça a perspectiva que setores regulados tendem a aderir à divulgação voluntária do *guidance*.

Em contraposição, o setor de tecnologia apresentou o menor percentual de adoção do *guidance*. Apenas duas empresas adotaram esta prática e de forma desigual. Enquanto Totvs realizou a divulgação ao longo de todo período, a Advanced Digital Health apenas o fez em 2016. O setor de tecnologia abrange organizações que atuam na geração e produção de *softwares* e equipamentos que demandam investimentos em pesquisa e desenvolvimento. O prazo para realizar estes investimentos ou mesmo o retorno sobre estes ativos não é exato. Desta forma, acredita-se que a incerteza sobre o destino desses investimentos e a associação ao setor tecnológico pode influenciar a escolha pela divulgação ou não do *guidance*.

Após identificar a divulgação do *guidance* conforme os setores econômicos, na Tabela 2 apresenta-se a distribuição das empresas que adotaram esta prática desde a incorporação ao contexto brasileiro. A concentração do maior nível de *disclosure* ocorre em 2012 e 2013, com 80 e 81 empresas, respectivamente. Este incremento é impulsionado pela incorporação da divulgação pelas empresas dos setores de comunicação, consumo discricionário e serviços públicos. Destaca-se que os setores financeiros e tecnologia apresentaram certa linearidade quanto a adoção desta prática.

Tabela 2 - Distribuição da adoção do *guidance* pelas empresas segregadas pelos setores econômicos

Setores	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo básico	6	9	10	13	14	12	10	12
Financeiros	17	16	14	16	15	17	17	17
Energia	3	4	5	5	5	4	4	5
Materiais	4	6	5	5	4	4	6	5
Comunicações	1	2	4	3	2	4	3	4
Industriais	4	6	6	5	6	6	4	2
Consumo discricionário	11	19	21	17	15	10	11	15
Serviços públicos	9	10	12	14	13	15	14	11
Saúde	2	2	2	2	3	3	2	1
Tecnologia	1	1	1	1	1	1	2	1
Total	58	75	80	81	78	76	73	73

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Na Tabela 2 é possível destacar a variabilidade da adoção do *guidance* com tendência à redução na divulgação após 2013. Este comportamento não é um fato isolado no contexto brasileiro. Chen *et al.* (2011) apontam que após a ascensão na adoção do *guidance* por empresas americanas na década de 90, a divulgação voluntária foi reduzida na década seguinte. Os autores sugerem que a descontinuidade da divulgação de informações prospectivas de lucros pode estar relacionada ao potencial direcionamento ao comportamento míope, isto é, orientação para o curto prazo. Ao estabelecer metas de curto prazo, a gestão organizacional tende a comprometer-se com estes resultados, o que pode interferir no desempenho de longo prazo.

Ao analisar os efeitos da redução da divulgação prospectivas de lucros, Chen *et al.* (2011) observaram que as empresas obtiveram menor desempenho, mensurado pelo retorno das ações; aumento na incerteza, mensurada pelo desvio padrão dos retornos; e redução no nível de investidores informados, medido pela relação entre analistas e *guidance* emitido pela empresa. Os resultados foram condizentes com a teoria da divulgação e em consonância com os efeitos potenciais do comportamento míope acionado pela divulgação voluntária de informações prospectivas de curto prazo.

No intuito de explorar a adoção do *guidance* pelas empresas brasileiras, na Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das empresas que adotaram a prática de divulgação. Ressalta-se que o *guidance* é composto pelos relatórios de projeções e de acompanhamento, sendo que, neste estudo, foi considerada a divulgação de pelo menos um desses sub-relatórios na apresentação da estatística descritiva. As empresas foram analisadas conforme o setor de atuação.

Tabela 3 - Estatística descritiva da divulgação de *guidance*

Setores	Média	Mediana	Desvio-padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Máximo
Consumo básico	10.75	11.00	2.00	2.55	6	14
Financeiros	16.13	16.50	0.88	1.13	14	17
Energia	4.38	4.50	0.63	0.74	3	5
Materiais	4.88	5.00	0.66	0.83	4	6
Comunicações	2.88	3.00	0.91	1.13	1	4
Industriais	4.88	5.50	1.16	1.46	2	6
Consumo discricionário	14.88	15.00	3.16	4.02	10	21
Serviços públicos	12.25	12.50	1.75	2.12	9	15
Saúde	2.13	2.00	0.44	0.64	1	3
Tecnologia	1.13	1.00	0.22	0.35	1	2

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Constata-se que os setores de tecnologia (0,35), saúde (0,64), energia (0,74) e materiais (0,83), apresentam os menores escores de coeficiente de variação, indicando homogeneidade na divulgação do *guidance*. Este comportamento pode estar associado ao baixo nível de adoção do *guidance* pelos setores bem como pela quantidade de empresas que constituem estes setores. No setor de tecnologia, a Totvs S.A. optou por divulgar informações prospectivas desde a incorporação do *guidance* ao Formulário de Referência, enquanto a Advanced Digital divulgou o *guidance* somente em 2016. No setor de saúde, as empresas Hypera S.A. (7), Fleury (4) e Diagnósticos da América S.A. (6) adotaram a divulgação voluntária e no setor de materiais destacam-se as organizações: Suzano Papel e Celulose (3), Klabin (2), Usinas Sider Minas Gerais (1), CSN (1), Duratex (6), Cia Ferro Ligas da Bahia (7), Parapapema (6), Eternit (2) e Mangles Industrial S.A (2).

O setor de consumo discricionário apresenta a composição mais dispersa em relação à média de divulgação do *guidance*, visto coeficiente de variação de 4,02. O setor também apresenta maior número de empresas registradas (77 entidades) e com *disclosure* de 36%, o que permite variação quanto à quantidade de empresas que aderiram à prática ao longo do período analisado. Neste grupo, as empresas Grendene, Gol Linhas Aéreas, Randon Participações e Plaspar Participações optaram pela divulgação voluntária ao longo do período analisado, enquanto Lojas Renner, Estacio Participações, Azul e Cia Hering, realizam o *disclosure* apenas uma vez. Estes resultados podem direcionar futuras pesquisas para explorar o *guidance* nestes seguimentos, com o intuito de identificar quais tipos de informações são apresentadas pelas empresas, bem como tentar compreender o que motiva a interromper a emissão de informações prospectivas.

O setor financeiro se destaca ao apresentar a maior média quanto ao número de empresas que adotaram o *guidance* entre 2010 e 2017. Este resultado permite explorar o tipo de informação apresentada pelo setor, bem como identificar em que medida tal informativo está em consonância às determinações do Banco Central. Ao analisar, especificadamente o setor financeiro, sob a perspectiva da teoria do gerenciamento de impressões Souza *et al.* (2018) constatam que as empresas utilizam mais palavras com tom positivo em sua composição, o que pode direcionar a construção de cenários favoráveis no que tange à divulgação de informações prospectivas. Os autores também apontam que a escolha do tom negativo está associada apenas aos momentos em que explicam os desvios das estimativas e previsões apresentadas e não cumpridas em anos anteriores. Além disto, a presença de palavras com tom negativo é maior no sub-relatório de acompanhamento, item 11.2 do Formulário de Referência.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa objetivou estabelecer proposições teóricas testáveis sobre os efeitos da divulgação das informações de *guidance* e investigar a adoção desta prática entre as empresas listadas na B³, no período de 2010 a 2017. A pesquisa estabelece caminhos para investigações futuras sobre os efeitos da divulgação prospectiva do *guidance* no contexto brasileiro, principalmente ao estabelecer proposições de pesquisa que podem ser testadas nos diferentes setores econômicos.

O estudo permite constatar que ainda é restrita tanto a divulgação quanto as investigações sobre o *guidance* no contexto nacional. Os estudos concentram-se em analisar os efeitos da divulgação de informações prospectivas no desempenho e nos investimentos empresariais, sem considerar a magnitude de informações qualitativas presente neste tipo de relatório. Ao contexto brasileiro, os relatórios de *guidance* são predominantemente qualitativos o que permite que os gestores expressem suas convicções sobre os resultados, investimentos e atividades operacionais futuras. Sob esta orientação, a narrativa contábil presente nesses relatórios pode direcionar a interpretação dos investidores e demais interessados neste relatório, conforme os interesses das empresas. Assim, pesquisas futuras podem investigar em que medida o uso de palavras com tom positivo, negativo, ou com caráter de incerteza e/ou litigiosas podem influenciar a interpretação das informações prospectivas. As proposições teóricas ainda sugerem que a divulgação de *guidance* podem conduzir à miopia entre investidores na medida em que as empresas contemplam a divulgação de informações de curto prazo. Também são evidenciados efeitos mistos desta divulgação sobre a assimetria informacional, e a interrupção do *disclosure* pode induzir a custos de divulgação às organizações.

Em relação à divulgação de informações prospectivas, 128 empresas optaram pela divulgação do *guidance*, correspondente a 38,67% das 331 analisadas. Os resultados indicam a predominância da divulgação entre setores que apresentam agências reguladoras, bem como aqueles em que atuam empresas de economia mista (federal ou estadual) possuem maior adoção à divulgação de informações prospectivas. Destacam-se os setores de comunicações, energia elétrica e de serviços públicos. O setor de comunicações é regulado pela Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel); o setor de energia elétrica é regulado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) e o setor de serviços públicos contempla tanto empresas de economia mista como, Sabesp, Cemig, Companhia Catarinense de Águas Saneamento, Cia de Saneamento de MG e Eletropaulo Metropolitana, como abrange a Agência Nacional de Águas (ANA). O setor financeiro detém a maior média e a menor variabilidade de empresas que divulgaram o *guidance*, contendo seis entidades que realizaram o *disclosure* ao longo de todo período analisado. Este setor é regulamentado pelo Banco Central do Brasil, o que sugere que as autarquias federais podem apresentar instrumentos que incentivem a divulgação do *guidance* ou mesmo estabelecem um ambiente econômico que propicie esta prática.

Ao analisar a variabilidade da adoção do *guidance*, constata-se a tendência à redução na divulgação no período após 2013. Comportamento semelhante foi observado entre empresas americanas que reduziram o nível de divulgação de informações prospectivas (CHEN; MATSUMOTO; RAJGOPAL, 2011). Este procedimento pode ser entendido como uma forma de reduzir a miopia proporcionada pela divulgação prospectiva de curto prazo (CHEN; MATSUMOTO; RAJGOPAL, 2011); reduzir a assimetria informacional; ou evitar que informações desfavoráveis sejam comunicadas ao mercado (DYE, 1985; VERRECCHIA, 1983).

Apesar dos diferentes achados apresentados, a pesquisa limita-se a apresentar proposições para investigações futuras. Assim, sugere-se que pesquisadores examinem, empiricamente, as proposições, bem como realizem inferências sobre os caminhos traçados nesta pesquisa a partir da identificação dos setores e grupos empresariais que aderiram ao *guidance*, no contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS

- ANHALT, A. A. *Guidance: entre o risco e a segurança*. **Revista Relações com Investidores – RI**, v.4, p. 31-33, 2007.
- ABEYSEKERA, I.; GUTHRIE, J. An empirical investigation of annual reporting trends of intellectual capital in Sri Lanka. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 16, n. 3, p. 151–163, 2005. doi: 10.1016/S1045-2354(03)00059-5
- ABHAYAWANSA, S.; AZIM, M. Corporate reporting of intellectual capital: Evidence from the Bangladeshi pharmaceutical sector. **Asian Review of Accounting**, v. 22, n. 2, p. 98–127, 2014. doi: <https://doi.org/10.1108/ARA-10-2013-0067>
- 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**, v. 13, p. 1–13, 2019. doi: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.148176>
- BILLINGS, M. B.; JENNINGS, R.; LEV, B. On guidance and volatility. **Journal of Accounting and Economics**, v. 60, n. 2–3, p. 161–180, 2015. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.008>
- BRANDÃO; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. DE. Características do guidance nas maiores companhias de capital aberto do Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 106–127, 2014. doi:10.4270/ruc.2014432
- BRANDÃO, I. DE F. et al. Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, n. 21, p. 87–114, 2013. doi: <http://dx.doi.org.br/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>
- BRENNAN, N.; MERKL-DAVIES, D. M. **Accounting Narratives and Impression Management**. Londres: Routledge, 2013. Disponível em: < <https://ideas.repec.org/p/rnu/oapubs/10197-4949.html>>. Acesso em: 10 jan 2019.
- CHAPMAN, K. et al. Analysts’ Influence on Managers’ Guidance. **Accounting Review**, v. 91, n. 1, p. 134–150, 2018. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.006>
- CHEN, S.; MATSUMOTO, D.; RAJGOPAL, S. Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 1–2, p. 134–150, 2011. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.006>
- CODIM. **Pronunciamento de Orientação n.04, de 17 de abril**. Brasil, 2008.
- CRUZ, N. V. . et al. Disclosure de guidance e desempenho das firmas listadas na BM&FBovespa. **Contabilometria- Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**, v. 2, n. 2, p. 47–64, 2015. Disponível em: <http://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/contabilometria/article/view/540>. Acesso em: 21 jan 2019.
- CVM. **Comissão de Valores Mobiliários2009**Brasil, 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst391.html>> Acesso em: 21 jan 2019.

DAVIES, R. et al. Measuring the costs of short-termism. **Journal of Financial Stability**, v. 12, n. 1, p. 16–25, 2014. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfs.2013.07.002>

DIAMOND, D. W. Optimal Release of Information By Firms. **Source: The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1071–1094, 1985. doi: <https://doi.org/10.2307/2328395>

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, 1991. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x

DYE, R. A. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123–145, 1985. doi: 10.2307/2490910

DYE, R. A. Investor Sophistication and Voluntary Disclosures. **Review of Accounting Studies**, v. 3, n. 3, p. 261–287, 1998. doi: <https://doi.org/10.1023/A:1009627506893>

ENGEL, P. J. et al. Voluntary disclosure of individual supervisory board compensation in public family firms. **Journal of Business Research**, v. 101, n. May, p. 362–374, 2019. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.04.025>

ERASMUS. **Investor short-termism and managerial myopia: irrational behaviour or human nature?**, 2015. Disponível em: <<https://scholar.sun.ac.za/handle/10019.1/106773>>. Acesso em: 16 jul 2019.

FENG, M.; LI, C.; MCVAY, S. Internal control and management guidance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 48, n. 2–3, p. 190–209, 2009. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.004>

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1, p. 3–73, 2005. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 405–440, 2001. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

KING, T. A. Does Earnings Guidance Invite Earnings Management? **SSRN Electronic Journal**, n. September, 2017. doi: 10.2139/ssrn.2918459

KLEINKNECHT, R. et al. An attention-based view of short-termism: The effects of organizational structure. **European Management Journal**, p. 1–11, 2019. doi: <https://doi.org/10.1016/j.emj.2019.09.002>

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, p.165, 2004.

MACEDO NETO, H. et al. 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**, v. 9, n. 1, p. 105–123, 2014. doi: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i1.13314

MEEK, G. K.; ROBERTS, C. B.; GRAY, S. J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental european multinational corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 26, n. 3, p. 14–15, 1995. Disponível em: < <https://www.jstor.org/stable/155561>>. Acesso em: 12 jan 2019.

MENDES-DA-SILVA, W. Contribuições e Limitações de Revisões Narrativas e Revisões Sistemáticas na Área de Negócios. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 2, 2019. doi: 10.1590/1982-7849rac2019190094

RILEY, T. J.; YEN, A. C. Accounting Narratives. In: **Oxford Research Encyclopedia of Business and Management**. Oxford University Press, 2019. doi: 10.1093/acrefore/9780190224851.013.169

ROGERS, J. L.; SKINNER, D.; BUSKIRK, A. V. Earnings guidance and market uncertainty. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 61, p. 97–111, 2009. doi: 10.1016/j.qref.2015.12.001

ROTHER, E. T. Revisão Sistemática X Revisão Narrativa. **Acta Paulista de Enfermagem**, v. 20, n. 2, p. v–vi, 2007. doi: 10.1590/s0103-21002007000200001

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997. Disponível em: < <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorp.gov.pdf>>. Acesso em: 23 jan 2018.
SKINNER, D. J.; SLOAN, R. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink your portfolio. **Review of Accounting Studies**, n. 7, p. 289–312, 2002. doi: <https://doi.org/10.1023/A:1020294523516>

SOUZA, F. M. et al. Divulgação voluntária do guidance: informação incremental ou gerenciamento de impressões? In: ANPCONT 2018, 12., 2018. **Anais...** João Pessoa. Disponível em: <http://www.anpcont.org.br/pdf/2018_CUE486.pdf>. Acesso em: 10 jan 2019.

STEVENS, J. R. et al. Earnings Guidance and Managerial Myopia. **Working paper**, v. 20, n. 1, p. 15–30, 2015. doi: 10.2139/ssrn.851545

VERRECCHIA, R. E. Discretionary Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179–194, 1983. doi: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 97–180, 2001. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

XIN, J. **The determinants of forward-looking risk disclosure and its impacts on rms' risk and analyst forecast accuracy**: Evidence from the UK. Thesis (Doctor of Philosophy in Accounting & Finance). Durham University, 2015. Disponível em: < <http://etheses.dur.ac.uk/11070>>. Acesso em: 11 mar. 2019.