

## DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DO *GUIDANCE* POR INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS LISTADAS NA B3

**EDUARDO JOSÉ PEREIRA DIAS**  
*Universidade Estadual de Maringá*

**RENAN SILVA DE CARVALHO**  
*Universidade Estadual de Maringá*

**JOYCE MENEZES DA FONSECA TONIN**  
*Universidade Estadual de Maringá*

### RESUMO

O estudo tem por objetivo investigar quais são os fatores determinantes para a divulgação do *guidance* nas instituições bancárias listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3). Foram analisados os Formulários de Referência divulgados nos anos de 2021, 2020 e 2019 de 22 companhias, totalizando 66 formulários analisados. Foi constatada a presença de divulgações de projeções futuras em 18 destas, totalizando 27,27% da amostra total. Para analisar os dados coletados, foi utilizado um modelo de regressão logística binomial com dados em painel, tendo como variável dependente na análise a variável que indica se a empresa apresentou ou não o *guidance* no período estudado. As variáveis independentes que foram utilizadas para verificar a correlação com a divulgação do *guidance* foram: tamanho da empresa, tempo de registro na CVM superior a 5 anos, classificação no segmento de governança corporativa Novo Mercado, relações familiares no conselho de administração da companhia e Retorno sobre o Ativo. Após os testes, foi observado que dentre as variáveis investigadas apenas o tamanho da empresa, o segmento de listagem em que a empresa está classificada e a existência de relações familiares no Conselho de Administração da companhia possuíam relação positiva com o *disclosure* voluntário. A relação positiva com a classificação no segmento Novo Mercado e o tamanho da empresa são fatores determinantes que reforçam o encontrado em estudos anteriores, porém a relação positiva com a existência de relações familiares no Conselho de Administração diverge de outras pesquisas, gerando a demanda de outras pesquisas que se verifiquem essa relação em mercados de outros países e em outros segmentos.

**Palavras-chave:** *Guidance*; Divulgação voluntária; Bancos.

## 1 INTRODUÇÃO

A prática de divulgação do *guidance* no Brasil teve início no ano 2000 (Cabral, 2007), sendo regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) após a publicação da Instrução CVM nº 480/2009. A partir dessa instrução CVM, as empresas que optam pela divulgação do *guidance* precisam estar de acordo com este regulamento, mesmo se tratando de uma divulgação voluntária. O *guidance* é divulgado em um dos tópicos do Formulário de Referência e, segundo Mahoney (2008), nele são apresentadas projeções para um período futuro específico, podendo ser de ordem financeira, econômica e/ou operacional e de natureza quantitativa ou qualitativa.

O ato de divulgação das projeções de resultados é legitimado pelo mercado e é considerado boa prática de governança corporativa (Macedo Neto, Gallon, De Luca & Figueirêdo Júnior, 2014). Segundo Brandão (2013), o *disclosure* voluntário tem papel importante no crescimento do mercado de capitais pois reduz a assimetria de informações e fortalece a relação da empresa com o mercado, podendo induzir resultados positivos, como por exemplo, a redução do custo de capital. Com relação à motivação da empresa em divulgar dados voluntários, uma das três categorias sobre a Teoria da Divulgação listadas por Verrecchia (2001) é a Divulgação Baseada em Julgamento, em que o gestor toma a decisão de acordo com os possíveis impactos que tais dados podem causar no mercado (Verrecchia, 2001). Essa categoria da Teoria da Divulgação converge com o exposto por Hsieh, Koller e Rajan (2007), os quais abordaram a dúvida que os executivos de grandes companhias têm ao escolher divulgar ou não divulgar o *guidance*, visto que tal situação pode, teoricamente, refletir na liquidez e volatilidade do preço das ações.

Entende-se que, além das demonstrações financeiras com obrigatoriedade de apresentação pelas empresas, há um nível de informação que para ser divulgada de maneira voluntária, passa por uma complexa tomada de decisão por parte dos gestores, sendo este, o caso do *guidance*. A decisão sobre a divulgação voluntária do *guidance* tem a tendência de que a informação favorável para a empresa seja divulgada e a informação desfavorável, não. Este fato deixa a mostra que há uma preocupação do impacto da divulgação com, por exemplo, o valor corrente de mercado da empresa. Se por um lado a não divulgação pode deixar a entender que as informações ocultadas são desfavoráveis, por outro o teor dos dados privados divulgados pode entregar ao mercado informações referentes à estratégia do negócio e com isso privilegiar os concorrentes (Verrecchia, 2001; Salotti & Yamamoto, 2005).

Com relação a frequência de divulgação de projeções, a orientação dada pelo Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM, 2015) para que as companhias prefiram divulgações visando o longo prazo é justificada com os resultados obtidos por Hsieh, *et al* (2007), em que os autores afirmam que a publicação de *earnings guidance* trimestralmente acabam gerando altos custos, pois geram um esforço excessivo no cumprimento de metas de curto prazo em detrimento da preocupação com o desenvolvimento em longo prazo da companhia e alto consumo de tempo dos executivos na preparação de relatórios. Ainda assim, foi verificado que a maioria dos executivos optaram por não descontinuar esse tipo de divulgação por receio de aumento na volatilidade e perda de visibilidade da companhia no mercado. Apesar desse receio, Hsieh *et al* (2007) não encontraram essas evidências em empresas que optaram por descontinuar o *guidance* trimestral.

Macedo Neto *et al* (2014) em sua pesquisa envolvendo as empresas que compunham a carteira teórica do índice Bovespa (Ibovespa) que divulgavam o *guidance*, concluíram que a maioria delas registraram, dentre outros, faturamento superior a 1 bilhão e lucro acima de R\$200 milhões. Além disso, as empresas classificadas nas categorias “Novo Mercado” e “Nível 2” apresentaram maior incidência da divulgação do *guidance*, confirmando as conclusões

obtidas por Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013). As categorias citadas incluem empresas com elevado nível de governança corporativa, em que são adotadas práticas que vão além das exigências da legislação Brasileira (B3, 2021), sendo a transparência um dos princípios da governança corporativa (Brandão, 2013).

De acordo com estudo realizado por Arantes, Dias e Soares (2019), o segmento financeiro apresenta maior média de empresas optantes pela divulgação do *guidance*, além de que essas apresentam suas projeções futuras de maneira mais frequente ao longo dos anos quando comparado com outros segmentos da economia. Além do segmento financeiro, Arantes, Dias e Soares (2019) notaram que outros setores da economia que possuem órgãos reguladores – energia elétrica, saneamento e comunicações, por exemplo - também optam pelo *guidance* com mais frequência, podendo estar relacionado ao fato de que as agências reguladoras têm poder de estimular e criar um cenário favorável para a divulgação de informações prospectivas. Brandão (2013) e Souza, Sanches, Sbardellati e Neumann (2019) excluem de seus estudos as instituições do segmento financeiro e bancário devido a suas particularidades.

Com base no exposto, o presente trabalho busca preencher a lacuna deixada por pesquisas anteriores, tendo como questão de pesquisa: quais os fatores que afetam a decisão de instituições bancárias sobre a divulgação do *guidance*? Nessa perspectiva, o objetivo do estudo é identificar e analisar as características das instituições bancárias listadas na B3 que influenciam na divulgação do *guidance*. Para atingir tal objetivo, será utilizada a abordagem quantitativa, sendo feita a coleta de dados por meio dos Formulários de Referência divulgados pelas empresas e a análise dos dados com regressão logística.

Assim, esta pesquisa traz implicações sobre as determinantes para a divulgação do *guidance* por instituições bancárias, contribuindo principalmente para o debate de normatizadores, que trabalham para melhorar as divulgações de estimativas contábeis, além de proporcionar para os *Stakeholders* um maior entendimento sobre as escolhas gerenciais e estratégicas das companhias no que tange a divulgação voluntária do *guidance*.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 TEORIA DA INFORMAÇÃO POR MEIO DO *GUIDANCE*

Segundo Verrecchia (2001), não há uma Teoria da Divulgação unificada e que centralize todas as amplas categorias de estudo sobre o tema. Com base nisso, em seu artigo “*Essays on Disclosure*”, são apresentadas ideias para taxonomia das diferentes abordagens no estudo da Teoria da Divulgação. A primeira de três categorias é a divulgação baseada em associação, em que são estudados os comportamentos dos participantes do mercado logo após a divulgação. Esta categoria relaciona, por exemplo, as eventuais mudanças de preços e volume de negócios em um momento seguinte à divulgação. A segunda categoria analisa a motivação da empresa em divulgar ou não determinadas informações baseadas em seus impactos, sendo esse o tema de estudo da Teoria da Divulgação baseada em Julgamento.

A terceira categoria diz respeito ao conceito de Teoria da Divulgação baseada em eficiência, em que a companhia busca um equilíbrio entre não divulgar as informações completas, mas também não deixar de divulgar dados prospectivos, além do fato de haver maneiras adotadas como favoritas ao se definir o arranjo da divulgação, considerando o desconhecimento prévio dos dados pelos usuários da informação. (Verrecchia, 2001)

A decisão sobre a divulgação voluntária - *ou seja, o guidance* – tem a tendência de que a informação favorável para a empresa seja divulgada e a informação desfavorável não seja divulgada, fato que deixa a mostra que há uma preocupação do impacto da divulgação como,

por exemplo, o valor corrente de mercado da empresa. Se por um lado a não divulgação pode deixar a entender que as informações ocultadas são desfavoráveis, por outro, o teor dos dados privados divulgados pode entregar ao mercado informações referentes à estratégia do negócio e com isso privilegiar os concorrentes (Salotti & Yamamoto, 2005).

O crescimento do mercado de capitais e a necessidade de manter a proximidade com os investidores demandam um esforço das companhias de capital aberto para fornecer relatórios - além dos que são obrigatórios - que motivem a alocação de recursos nas ações da empresa. Além da visão necessária sobre o momento presente da empresa, há também uma busca para que o desempenho futuro seja estimado, surgindo assim o *guidance* (Macedo Neto *et al*, 2014).

A palavra *guidance* não possui tradução na língua portuguesa, sendo que a palavra que mais se assemelha seria "orientação" (CODIM, 2015). Segundo o CODIM (2015, p. 2), o *guidance* pode ser entendido como “qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa ou qualitativa, fornecida pela companhia, sobre seu desempenho futuro”. A intenção da companhia ao divulgar o *guidance* é a aproximação, alinhamento das expectativas e orientação ao mercado e aos usuários da informação contábil. A companhia deve deixar claras as metodologias utilizadas para obtenção dos dados prospectivos divulgados, além de informar que tais dados não constituem promessa de desempenho, a fim de evitar gerar expectativas equivocadas aos investidores. (CODIM, 2015; CVM, 2009).

Os órgãos reguladores brasileiros exigem que as divulgações do *guidance* possuam equidade e simultaneidade - divulgação dos dados de maneira simultânea e igual a todos os agentes do mercado; consistência - utilização de parâmetros e premissas relevantes ao mercado e em acordo com as normas de cada setor, e frequência - informar ao mercado a frequência de divulgação de cada relatório de projeções, mantendo a publicidade de possíveis alterações na periodicidade (CODIM, 2015).

As empresas também devem demonstrar o comparativo entre os números projetados e realizados em cada projeção e estimativa de resultados. (CODIM, 2015). Marçal (2007) elenca três premissas que a companhia deve seguir ao divulgar o *guidance*. São elas: i) o *guidance* deve convergir com a estratégia de negócios da empresa; ii) a empresa deve evidenciar qual o caminho a seguir para atingir os resultados projetados; e iii) a empresa deve relacionar qual a probabilidade da ocorrência do resultado prospectivo proposto e seus riscos.

As publicações de resultados e projeções podem gerar uma expectativa no mercado de ações que é traduzida em transações de grandes montantes de recursos, fato que eleva a responsabilidade das companhias com as estimativas de desempenho apresentadas (Macedo Neto *et al*, 2014). A decisão sobre a divulgação ou não do *guidance* não ocorre isolada. Devido à falta de padronização neste relatório, as empresas não têm um modelo pronto sobre a melhor forma de publicar, quais informações e qual periodicidade, além de precisar pesar os custos relacionados a divulgação de projeções (Silva, 2019; Macedo Neto *et al*, 2014). Com relação a elaboração do *guidance*, Macedo Neto *et al* (2014, p. 110), afirmam que “[...] cada empresa deve buscar aquele que combine melhor com sua situação, com o seu setor e o cenário macroeconômico, tentando extrair os benefícios que esse instrumento é capaz de gerar”.

## 2.2 INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Nos recentes estudos sobre a divulgação voluntária de dados prospectivos no Brasil, muitos autores utilizaram amostras de empresas que excluam determinados setores de atividade do estudo devido às suas particularidades, como por exemplo, o setor financeiro. Brandão *et al* (2013) buscaram identificar os fatores determinantes para a divulgação do *guidance* em uma amostra de 296 empresas listadas na BM&FBovespa (atual B3), excluindo dessa amostra as empresas do setor de atuação denominado “Financeiro e Outros”, segundo o

autor “por apresentar especificidades que muito as diferenciam das demais” (BRANDÃO *et al*, 2013, p. 96). Souza *et al* (2019) justificam a exclusão das instituições financeiras de sua amostra - que totaliza 43 empresas pertencentes ao índice teórico Ibovespa no quarto trimestre de 2017 - devido a suas especificidades regulatórias e de evidenciação.

O presente trabalho trata da busca pelos fatores que incentivam a divulgação do *guidance* exclusivamente nas instituições bancárias, ao contrário de Brandão *et al* (2013) e Souza *et al* (2019). Sobre o setor financeiro, Arantes, Dias e Soares (2019) identificaram que, no período entre 2010 e 2017, esse foi o setor com maior média de empresas que apresentaram dados prospectivos no Formulário de Referência em todos os anos do mesmo período, sendo um total de 39%. Segundo Arantes, Dias e Soares (2019, p. 10), “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”.

A regulamentação do Banco Central do Brasil no setor financeiro pode ser determinante para entender a tendência das instituições financeiras em divulgar o *guidance*, pois Arantes, Dias e Soares (2019), também notaram uma predominância na divulgação de informações prospectivas entre empresas que fazem parte de outros setores com agências reguladoras, como o de comunicações, energia e serviços públicos. Esse fator é lembrado também por Silva (2019) e Brandão *et al* (2013), que afirmam que os órgãos reguladores de mercado possuem mecanismos próprios capazes de estimular as empresas a elevar o nível de divulgação e divulgar projeções futuras.

Além da regulação de mercado realizada por órgãos como o Banco Central do Brasil (BCB), Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL) e Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), as empresas que possuem controle total ou parcial do Estado também costumam divulgar projeções e estimativas futuras com mais frequência, visto que tendem a ter uma visão de negócios de longo prazo, fator que traz mais confiança para apresentarem tais relatórios (Arantes, Dias e Soares, 2019).

Forte *et al* (2014) buscaram identificar os fatores determinantes para o *disclosure* voluntário em bancos brasileiros, utilizando como amostra os 100 maiores bancos listados no ranking do Banco Central do Brasil. Forte *et al* (2014) constataram uma relação positiva entre o nível de *disclosure* e a reputação corporativa, segundo o autor, podendo ter relação com a necessidade das instituições bancárias em assegurar seu nível de reputação frente às demais empresas de capital aberto. Além disso, o tamanho da instituição também se apresentou como fator determinante com relação à divulgação voluntária nos estudos de Forte *et al* (2014), visto que quanto maior a empresa, maior o nível de *disclosure* voluntário, o que corrobora com os achados de Cruz e Lima (2010) e Abdullah, Percy e Stewart (2015).

Abdullah *et al* (2015) analisaram os aspectos relacionados à divulgação voluntária em bancos islâmicos e verificaram que intervenções regulatórias e mecanismos legais podem elevar os padrões de governança corporativa e conseqüentemente os níveis de divulgação voluntária, ou seja o tamanho do banco e mecanismos de governança corporativa mais fortes estão associados a altos níveis de *disclosure*.

### 2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Em relação à quantidade de empresas que divulgam informações prospectivas, os estudos anteriores sobre o tema apontam o seguinte: Macedo Neto *et al* (2014) constataram a publicação de projeções para o ano de 2010 em 41,9% das 62 empresas analisadas; Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) observaram que 44,8% das 96 empresas analisadas divulgaram o *guidance*; Brandão *et al* (2013) verificaram que apenas 27,4% de um total de 296 empresas apresentaram dados prospectivos no ano de 2012; Silva (2019) registrou a existência de

informações prospectivas nas divulgações de 20% em 2016 e 22% em 2017, de amostras de 349 e 344 empresas respectivamente. As diferenças encontradas podem ser consequência da diferença no tamanho das amostras e setores analisados.

Além da baixa adesão ao *guidance*, o acompanhamento de projeções anteriores e advertência aos riscos também não são frequentes. O CODIM (2015) determina que as empresas que optarem pela divulgação do *guidance* devem realizar o acompanhamento das projeções feitas para períodos anteriores e apresentar um comparativo entre projetado x realizado, além de justificar as causas que levaram a possíveis desvios. Apesar da orientação em confrontar as projeções divulgadas com os resultados de fato alcançados com suas devidas justificativas, Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), Brandão *et al* (2013) e Silva (2019) constataram uma baixa adesão das empresas para este aspecto, sendo de 84% e 63% respectivamente para Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) e Brandão *et al* (2013). Brandão *et al* (2013) e Silva (2019) também apontam, respectivamente, que 32% e 30% das empresas advertem sobre os riscos e a natureza hipotética das divulgações, sendo pouco amadurecido o uso de orientações sobre desvios das projeções apresentadas a fim de que os investidores entendam que se trata de uma estimativa de desempenho, número que pode ser considerado baixo por se tratar de uma prática recomendada pelo CODIM.

Acerca do tipo de informação evidenciada, Brandão, de Luca e Vasconcelos (2013) e Silva (2019) identificaram uma predominância na divulgação de dados quantitativos, priorizando-se o uso de valores absolutos para estimativas futuras, assim como o encontrado por Souza *et al* (2019). Os índices econômicos e financeiros mais comuns nas divulgações voluntárias são: receitas, margem EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, em tradução livre: Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização), margem operacional, margem líquida e a Demonstração do Resultado do Exercício, com destaque para a lucratividade (Brandão *et al*, 2013; Macedo Neto *et al*, 2014; Silva, 2019). Os índices operacionais se destacam como um dos tipos de informação mais frequentes, como por exemplo o nível de atividade, volumes de produção e prestação de serviços, vendas e serviços efetuados e crescimento de vendas (Brandão, De Luca e Vasconcelos, 2013; Brandão *et al*, 2013; Silva, 2019). As informações prospectivas que mais aparecem nos estudos anteriores analisados são referentes aos índices de investimento, com destaque para os planos de abertura de filiais, aumento da planta produtiva e CAPEX (*Capital Expenditures*, em tradução livre: despesas de capital), o que prioriza os investidores de olho no longo prazo (Brandão, De Luca e Vasconcelos, 2013; Brandão *et al*, 2013; Macedo Neto *et al*, 2014; Silva, 2019).

Dentre os fatores motivadores para a divulgação do *guidance*, Brandão *et al* (2013) destaca que as empresas que vinculam a remuneração de seus gestores ao desempenho da empresa tendem a divulgar mais o *guidance*. Brandão *et al* (2013) corrobora com Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013) e Macedo Neto *et al* (2014) ao constatar que a participação da empresa em segmentos de mercado mais elevados da B3 também influencia em maiores níveis de *disclosure* voluntário, dado que ao participar desses segmentos diferenciados a exigência dos *stakeholders* por transparência é maior, o que deixa a empresa mais alinhada aos melhores padrões de governança corporativa (Brandão, De Luca e Vasconcelos, 2013).

Além disso, Brandão *et al* (2013) diverge de Macedo Neto *et al* (2014) e Forte *et al* (2015) ao constatar que um maior nível de internacionalização - ou seja, participação em bolsas de valores estrangeiras - não está relacionado ao maior nível de divulgação voluntária. Apesar disso, Brandão *et al* (2013) e Forte *et al* (2015) convergem na afirmação de que quanto maior o tamanho da empresa, maior o nível de divulgação voluntária, assim como Forte *et al* (2015) e Abdullah *et al* (2015). Vale salientar que as pesquisas de Forte *et al* (2015) eram exclusivas em instituições bancárias brasileiras enquanto a amostra estudada por Brandão *et al* (2013) excluía as instituições financeiras.

Silva (2019) buscou analisar a relação entre a divulgação do *guidance* e a assimetria de informações nas empresas de capital aberto no Brasil. Com base na análise de correlação de Pearson, Silva (2019) constatou uma correlação negativa entre a assimetria informacional e a divulgação do *guidance*, ou seja, o aumento na divulgação de dados prospectivos diminui a assimetria de informações, tendo como base os relatórios divulgados pelas empresas listadas na B3 em 2016 e 2017. (Silva, 2019). Silva (2019) confirmou o que havia constatado por Dye (2001) e Verrecchia (2001) quanto ao benefício da diminuição da assimetria de informação no aumento do nível de divulgação.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Essa pesquisa caracteriza-se como sendo uma pesquisa explicativa, pois busca explicar e expor as características das instituições bancárias que podem influenciar na divulgação do *guidance*. Com relação à abordagem do problema, esta pesquisa se classifica como sendo quantitativa, que segundo Prodanov e Freitas (2013), uma pesquisa de natureza quantitativa requer o uso de ferramentas estatísticas para que se possa, por exemplo, analisar e classificar a relação entre variáveis.

A técnica de coleta de dados deste estudo será a pesquisa documental, que será feita por meio dos Formulários de Referência publicados pelas instituições bancárias listadas na B3. A pesquisa documental pode utilizar de diversas fontes para obtenção de dados, como por exemplo: contratos, cartas, gravações, relatórios de pesquisa, documentos públicos, gráficos, dentre outros (Gil, 2008).

O método de análise de dados utilizado foi a regressão logística. A análise de regressão logística permite estimar a possibilidade de determinado evento ocorrer (variável dependente) por meio de sua relação com uma ou mais variáveis independentes. Em casos em que o evento estudado possa ter correlação com mais de uma variável independente, esses se caracterizam como parte de uma regressão logística multinomial (Fávero & Belfiore, 2017).

#### 3.2 COLETA DE DADOS

Os dados serão coletados na plataforma *Economática*, no endereço eletrônico da B3 e na seção de Relação com Investidores dos sites das empresas analisadas. As empresas que fizeram parte desse estudo são todos os bancos listados na B3, com exceção de BAZA3 e CORR4, pois estes não apresentaram todos os dados que foram escolhidos como critérios para os testes estatísticos. A amostra totalizou 22 empresas, conforme Tabela 1:

Tabela 1: Empresas que compõem a amostra

Nome	Ticker	Nome	Ticker
Abc Brasil	ABCB4	Nord Brasil	BNBR3
Alfa Holding	RPAD3	Itau Unibanco	ITUB4
Alfa Invest	BRIV4	Lopes Brasil	LPSB3
Par al Bahia	PEAB4	Merc Brasil	BMEB4
Banco BMG	BMGB4	Merc Invest	BMIN4
Banco Inter	BIDI11	Mont Aranha	MOAR3
Banco Pan	BPAN4	Bradesco	BBDC4
Banese	BGIP4	Bco Brasil	BBAS3

Nome	Ticker	Nome	Ticker
Abc Brasil	ABCB4	Nord Brasil	BNBR3
Alfa Holding	RPAD3	Itau Unibanco	ITUB4
Banestes	BEES3	BRB Banco	BSLI3
Banpara	BPAR3	Btgp Banco	BPAC11
Banrisul	BRSR6	Caixa Seguri	CXSE3

Fonte: Elaborado pelos autores.

### 3.3 MODELO DE REGRESSÃO

Buscando investigar o quanto as variáveis analisadas neste estudo interferem na probabilidade de as empresas divulgarem o *guidance*, será estimado um modelo de regressão logística binomial com dados em painel, o que torna possível a análise do comportamento dos bancos nos três anos que correspondem ao período analisado. Diante disso, o modelo principal utilizado é apresentado:

$$GUID_{it} = \left( \frac{P_{it}}{1 - P_{it}} \right) = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 REG_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 FAM_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_i$$

Em que  $GUID_{it}$  é a variável dependente *guidance*;  $\left( \frac{P_{it}}{1 - P_{it}} \right)$  indica  $P_{it} = 1$  se a companhia  $i$  possui *guidance* divulgado no período  $t$  e  $1 - P_{it}$  caso contrário;  $\beta_0$  é o intercepto do modelo; e  $\varepsilon_i$  se refere ao erro do modelo.

A tabela 2 descreve as variáveis independentes as quais se espera que possam ter relação com a ocorrência da divulgação do *guidance*. Para tal, será consultado o item 11 do Formulário de Referência referente aos anos de 2019, 2020 e 2021 das empresas selecionadas, em que são divulgadas as projeções do exercício.

A segunda coluna da tabela 2 descreve o tipo de variável a ser analisada, seguida de sua definição. A última coluna da tabela faz referência a trabalhos anteriores que buscaram entender a relação da mesma variável com a incidência de divulgação de projeções.

Tabela 2: Variáveis do modelo

Representação no modelo	Variável	Definição	Sinal Esperado	Fonte
<b>Variável dependente</b>				
GUID	Divulgação do <i>guidance</i>	<i>Dummy</i> que demonstra se a empresa realizou a divulgação do <i>Guidance</i> .		
<b>Variáveis independentes</b>				
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo do ativo	Positivo	Glendening, Mauldin e Shaw (2019)
REG	Registro na CVM	<i>Dummy</i> que indica empresas com tempo de registro na CVM superior a 4 anos.	Positivo	Macedo Neto <i>et al</i> (2014)
GOV	Governança Corporativa	<i>Dummy</i> que indica a participação da companhia no segmento de governança corporativa Novo Mercado.	Positivo	Brandão <i>et al</i> (2013); Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013); Macedo Neto <i>et al</i> (2014).

FAM	Empresa Familiar	Dummy que representa a existência de relações familiares no conselho de administração da companhia.	Negativo	Chen, Chen e Cheng (2008)
ROA	Retorno sobre o Ativo	Indicador de rentabilidade do banco.	Positivo	Glendening, Mauldin e Shaw (2019)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Alguns dados coletados no estudo são apresentados pelas empresas com defasagem de um ano, como é o caso das informações referentes ao ativo e à rentabilidade. Isto é, as informações de 2021 são referentes aos resultados obtidos no exercício de 2020, e assim sucessivamente. Isso ocorre porque, na teoria, a depender dos resultados atingidos em um exercício social a empresa decide se publicará o *Guidance* no ano seguinte. As demais variáveis (Registro na CVM, Governança Corporativa e Empresa Familiar) são do ano corrente.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Foram analisados os Formulários de Referência referente aos anos de 2021, 2020 e 2019 das 22 empresas que compõem a amostra deste estudo, totalizando 66 formulários. Foi constatado que havia divulgação de projeções apenas em 18 destes, o que representa 27,27% da amostra. Essas divulgações foram feitas por pelo menos uma vez nos períodos analisados por 8 empresas da amostra.

Em comparação com os estudos anteriores, temos que foram encontrados os seguintes percentuais de *disclosure* nas respectivas amostras: 41,9% no estudo de Macedo Neto *et al* (2014); 44,8% na amostra analisada por Brandão, De Luca, & Vasconcelos (2013); 27,4% para Brandão *et al* (2013); 48,8% no estudo de Souza *et al* (2019); 20% e 22% nos anos de 2016 e 2017 na investigação de Silva (2019). Vale ressaltar que os estudos citados utilizaram amostras com empresas pertencentes a segmentos diversos e não apenas o financeiro.

Para o tratamento de *outliers*, utilizou-se a técnica de winsorização das variáveis, em que conforme descreve Fávero e Belfiore (2017), “elimina, de forma ordenada, um número igual de observações de cada lado da distribuição”. Nessa pesquisa, foi determinado o percentil 1% e 99% para que ocorresse a substituição pelos maiores e menores valores remanescentes na distribuição. Dessa forma, todos os dados apresentados a seguir já consideram este tratamento.

Na tabela 3, a Estatística Descritiva mostra a relação das divulgações feitas com a ocorrência do evento de cada variável independente da análise, que são: tamanho da empresa, tempo de registro na CVM superior a 5 anos, classificação no segmento de governança corporativa Novo Mercado, relações familiares no conselho de administração da companhia e Retorno sobre o Ativo.

Tabela 3: Estatística Descritiva por grupo

Info.	Guidance	Média	Mediana	Desvio Pad.	Variância	Min.	Máx.
TAM	Não divulgaram	16,5556	16,4856	2,6980	0,1630	9,3567	21,2238
	Divulgaram	17,6587	17,4952	3,2288	0,1828	12,2383	21,4712
	Total	16,8564	16,7781	2,8697	0,1702	9,3567	21,4712
REG	Não divulgaram	0,8958	1	0,3087	0,3446	0	1
	Divulgaram	0,8889	1	0,3234	0,3638	0	1
	Total	0,8939	1	0,3103	0,3471	0	1
GOV	Não divulgaram	0,0833	0	0,2793	3,3517	0	1
	Divulgaram	0,2778	0	0,4609	1,6592	0	1
	Total	0,1364	0	0,3458	2,5359	0	1
FAM	Não divulgaram	0,3542	0	0,4833	1,3647	0	1
	Divulgaram	0,6667	1	0,4851	0,7276	0	1
	Total	0,4394	0	0,5001	1,1382	0	1
ROA	Não divulgaram	1,1812	1,4502	2,7467	2,3252	-15,5749	5,3725
	Divulgaram	-0,2590	1,0332	4,6568	-17,9770	-18,0373	2,2784
	Total	0,7884	1,2911	3,3977	4,3095	-18,0373	5,3725
<b>TOTAL</b>		<b>Não divulgaram</b>			<b>Divulgaram</b>		
		66			18		

Nota: Em que TAM é o tamanho da empresa; REG, é a *dummy* que representa o registro na CVM superior a 5 anos; GOV, a *dummy* que indica empresas classificadas no segmento de governança corporativa Novo Mercado; FAM, a *dummy* que representa a existência de relações familiares no conselho de administração da companhia; e ROA, é o Retorno sobre o Ativo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observando a tabela 3, podemos notar que na variável FAM – que indica se existem relações familiares na administração da empresa – o número de empresas que divulgaram o *guidance* é consideravelmente maior do que aquelas que não divulgaram, podendo este ser um indício da relação positiva entre essas variáveis.

Em outros estudos que incluíram empresas de outros setores de atuação, as variáveis com mais destaque foram divergentes. Brandão (2013) verificou que o tamanho da empresa está associado positivamente com o nível de divulgação do *guidance*, enquanto a variável rentabilidade não apresentou o mesmo impacto. Para o autor, a relação positiva entre o tamanho da empresa e a divulgação de *guidance* pode ser justificada pela maior necessidade de transparência exigida para essas companhias, visto que elas devem atender um maior número de usuários de informações contábeis.

Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), chamam a atenção para a relação positiva entre a divulgação do *guidance* e o segmento de listagem em que a empresa está classificada. Segundo os autores, no segmento Novo Mercado foram encontradas uma maior proporção de empresas optantes pela prática, sendo que isso diminui em outros segmentos de listagem que possuem exigências menores em relação às práticas de governança. Na amostra analisada por Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), os setores “Utilidade Pública” e “Financeiro e outros” foram os mais representativos na amostra pesquisada, sendo que neste segundo, 37,4% das empresas evidenciaram projeções de desempenho futuro e 31,2% faziam acompanhamento de projeções passadas, conforme orienta o CODIM.

Com a realização do teste de normalidade de *Shapiro-Wilk*, utilizando o nível de significância de 5%, apenas a variável FAM, que se trata da *dummy* para representar as

empresas familiares, atendeu a normalidade. Dessa forma, foi realizado a matriz de correlação de *Spearman*, que está exposto na tabela 4:

Tabela 4: Correlação de *Spearman*

	GUID	TAM	REG	GOV	FAM	ROA
GUID	1					
TAM	0,2500**	1				
REG	-0,0100	0,1511	1			
GOV	0,2523**	-0,2005	-0,0065	1		
FAM	0,2804**	-0,2444**	-0,2899**	0,0040	1	
ROA	-0,2750**	-0,3328***	0,0013	-0,0336	-0,1482	1

Nota: \*\*\*, \*\*, \* = significativa ao nível de 0,01, 0,05 e 0,10, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com a matriz de correlação, podemos constatar que não há nenhuma forte correlação entre as variáveis independentes, sendo a correlação mais forte observada, a relação negativa entre Tamanho da Empresa e *Return On Asset*, de 33,28% e significativa 1 %, demonstrando não haver nenhum problema de autocorrelação entre as variáveis explicativas do modelo.

Se tratando das relações com a variável dependente, apesar dos níveis de correlação serem considerados fracos (0,2804 foi o maior), é possível verificar que apenas a variável REG não apresentou relação significativa ao nível de 5% com a *dummy* que representa a divulgação do *Guidance*.

#### 4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO

Na realização da regressão logística com dados em painel, optou-se pela utilização do modelo de efeitos aleatórios, pois, conforme destacado por Azevedo, Medeiros, Mól e Melo (2019), em um painel logístico com efeitos fixos, boa parte das companhias seriam excluídas do modelo por não ocorrer variação na variável de interesse no decorrer dos anos. Este problema seria ainda maior considerando que se trata de um painel curto, com apenas 3 anos analisados.

Além disso, na regressão final que é apresentada, foi excluído a variável REG, por não ser significativa e prejudicar a significância do modelo. Em relação aos resultados evidenciados na análise de regressão, estão expostos na tabela 5, a estimação do modelo de regressão logística binomial com dados em painel e efeitos aleatórios, no qual se têm como variável dependente a *dummy* que indica 1 para empresas que divulgaram o *Guidance* e 0 para empresas que não divulgaram.

Tabela 5: Regressão logística com dados em painel e efeitos aleatórios

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Z	P> z
TAM	0.34	0.19	1.75	0.081
GOV	3.09	1.55	1.99	0.047
FAM	2.44	1.14	2.15	0.032
ROA	-0.14	0.11	-1.26	0.209
_CONS	-8.70	3.91	-2.23	0.026

Nota: Wald chi2(4) = 8,17; Prob > chi2 = 0,0855.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na tabela que das 4 variáveis explicativas contidas no modelo, 3 delas foram significativas. A variável ROA não se mostrou significativa na relação com a divulgação do *Guidance* dos bancos da amostra. No entanto, TAM, GOV e FAM apresentaram relação significativa, sendo a primeira a 10% de significância e as duas últimas a 5% de significância. O modelo de regressão como um todo é considerado significativo com 90% de confiança.

A variável TAM, que representa o tamanho da companhia, apresentou relação positiva com a divulgação de *guidance* e significância a 10%. Para Brandão (2013), a associação encontrada também foi positiva, mas com valor significativo a 5%. O autor justifica a relação positiva pelo fato de que o custo para divulgar tais informações é menor em grandes empresas devido à sua estrutura. Este resultado corrobora com os estudos de Forte *et al* (2014) e Abdullah, Percy e Stewart (2015), que também encontraram relação positiva entre o tamanho da empresa e o *disclosure*, convergindo na justificativa de que a economia de escala usufruída pelas grandes companhias decorrente da quantidade de recursos disponíveis favorece a decisão da divulgação.

A variável GOV representa se a empresa está classificada no segmento “Novo Mercado”. Nos testes executados, ela apresentou relação positiva com a divulgação do *guidance* e resultado significativo a 5%. Este resultado corrobora com o encontrado por Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), Macedo Neto *et al* (2015) e Abdullah, Percy e Stewart (2015) e Forte *et al* (2014), visto que nestes estudos a relação positiva também foi encontrada.

Para Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), as empresas classificadas no segmento Novo Mercado estão mais propensas a divulgar projeções futuras para estarem alinhadas com as exigências do segmento com relação à governança corporativa, sendo um dos principais princípios desta a transparência perante seus investidores. Tal justificativa é utilizada por Macedo Neto *et al* (2015). Nos estudos de Abdullah, Percy e Stewart (2015), os autores sugerem que os bancos islâmicos têm maior risco perante bancos tradicionais, e isso exige mecanismos de governança corporativa mais fortes e por consequência, a divulgação de projeções e a transparência se fazem presentes em seus relatórios anuais.

A terceira variável que encontrou relação positiva nos testes foi a variável FAM, que indica se a empresa possui relações familiares no Conselho de Administração. O resultado foi significativo a 5%. O resultado encontrado está alinhado com os estudos de Bomfim, Teixeira e Monte (2015), em que foi verificada relação positiva entre a divulgação voluntária de relatórios de sustentabilidade e as relações familiares na administração da companhia. Apesar disso, este achado diverge dos estudos de Mazzioni *et al* (2017), Darmadi e Sodikin (2013), Chen e Jaggi (2000) e Chen, Chen e Cheng (2008), com amostras que englobavam, respectivamente, empresas do Brasil, Indonésia, China e Estados Unidos.

Nos estudos de Chen, Chen e Cheng (2008) com empresas listadas no S&P 1500, notou-se que as empresas familiares tendem a divulgar menos do que as não-familiares e são menos propensas a fornecer previsões de ganhos, sendo um dos motivos, para o autor, a menor assimetria de informações entre proprietários e gerentes das empresas familiares. Para Mazzioni *et al* (2017), a alta concentração da propriedade notada em empresas de países emergentes favorece um clima de pressão dos acionistas controladores e isso impacta na baixa evidência voluntária.

De maneira geral, a maior parte dos estudos anteriores constatou a relação negativa das relações familiares com a divulgação voluntária. Esses estudos diferem entre si pelo tipo de informação procurada, já que Bomfim, Teixeira e Monte (2015) e Mazzioni *et al* (2017) buscavam a existência de informações socioambientais e os demais focaram em relatórios financeiros. O fato de estarmos analisando empresas que fazem parte de um mercado emergente pode ser uma provável justificativa para o resultado encontrado, mostrando que ao longo dos anos a tendência em aumentar a transparência perante seus *stakeholders* vêm aumentando e mudando o comportamento encontrado em outras pesquisas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou analisar quais são os fatores determinantes para a divulgação do *guidance* nas instituições bancárias listadas na B3. Foi utilizada uma amostra com 22 bancos e foram analisados os Formulários de Referência apresentados em 2021, 2020 e 2019, totalizando 66 análises. A divulgação de *guidance* foi encontrada em 18 desses formulários, o que representa 27,27% do total.

Dentre os possíveis fatores determinantes do *disclosure*, apenas as variáveis TAM, GOV e FAM mostraram relação significativa. A influência positiva do tamanho da empresa e do nível de governança corporativa em que está classificada também foi encontrado em outros estudos, como os de Brandão, De Luca e Vasconcelos (2013), Macedo Neto *et al* (2015) e Abdullah, Percy e Stewart (2015). A influência positiva das relações familiares no Conselho de Administração da empresa foi divergente do encontrado por Chen, Chen e Cheng (2008), que observou que as empresas não-familiares divulgavam projeções com mais frequência.

Com relação à amostra, o foco foi trazer para o estudo apenas empresas do segmento bancário listadas na B3. Em outros estudos, como os realizados por Souza *et al* (2019) e Brandão *et al* (2013), as companhias do segmento financeiro foram excluídas das amostras pesquisadas, segundo os autores, pelas suas especificidades. Apesar disso, nos estudos de Arantes, Dias e Soares (2019), foi verificado que as empresas do setor financeiro apresentaram a maior média e a menor variabilidade de empresas que divulgaram projeções.

Esta pesquisa colabora com a literatura da área trazendo uma análise das determinantes da divulgação do *guidance* centralizada no setor bancário brasileiro, que traz algumas peculiaridades e muitas vezes não é analisado junto com amostras que incluem empresas de outros segmentos. A influência positiva do tamanho da companhia e do segmento de governança corporativa em que está classificada se alinha com os resultados de estudos anteriores. Com relação à associação positiva entre o *guidance* e a administração familiar, este estudo diverge da maior parte dos achados por outros autores, fazendo surgir uma necessidade de aprofundamento dessa relação e investigação de outras variáveis. Sugere-se analisar amostras de bancos de outros países para analisar a relação entre a influência da administração familiar no *guidance* e o mercado em que estão inseridos, verificando se o fato de o Brasil ser um país emergente possa ter influenciado neste resultado. Além disso, outra sugestão para pesquisas futuras é analisar os determinantes para cada tipo de divulgação, que podem ser, por exemplo, relatórios financeiros e socioambientais, e incluir outras variáveis que podem ser determinantes para a decisão de divulgar informações prospectivas.

## 6 REFERÊNCIAS

- Abdullah, W. W., Percy, M., & Stewart, J. (2015). Determinants of voluntary corporate governance disclosure: Evidence from Islamic banks in the Southeast Asian and the Gulf Cooperation Council regions. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), pp. 262-279. doi: <http://dx.doi.org/doi: 10.1016/j.jcae.2015.10.001>
- Arantes, V. A., Dias, D. P., & Soares, R. O. (2019). O Silêncio Vale Ouro? Evidências sobre a Divulgação Voluntária do Guidance pelas Companhias Listadas na B3. In: *XIX USP International Conference in Accounting*.
- Azevedo, Y. G. P., Medeiros, V. C. de, Mól, A. L. R., & Melo, C. L. L. de. (2019). Divulgação Voluntária de Informações Ambientais: Uma Análise dos Fatores Determinantes nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. Em *Sociedade, Contabilidade e Gestão* (Vol. 14,

Issue 1, p. 1–17). Programa de Pos-graduação em Ciências Contábeis da UFRJ.  
[https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v0i0.13541](https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.13541)

BOMFIM, E. T.; TEIXEIRA, W. S.; MONTE, P. A. Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 10, n. 1, jan./abr., p. 1-23, 2015.

Brandão, I. D. F., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. D. (2013). Características do Guidance nas maiores empresas da BM&FBOVESPA. In *VII Congresso ANPCONT* (Vol. 2).

Cabral, E. (2007). Ibrx inicia discussão sobre guidance no Brasil. *Revista Relação com Investidores - RI*, 110, 20-22.

Chen, C. J., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 285-310.

Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499–536. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2008.00288.x>

CODIM. (10 de Setembro de 2015). Pronunciamento de Orientação nº 04, de 17 de abril de 2008. Revisão R1 - 10 de setembro de 2015. *EMENTA – melhores práticas de divulgação de informações sobre orientação do desempenho futuro da companhia – guidance: necessidade de padronização de divulgação, como forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e govern.* São Paulo, SP, Brasil. Fonte: <http://www.codim.org.br/documentos/texto/po-codim-no-04-r1-guidance>

Cruz, C. O., & De Lima, G. S. (2010). Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 85-101.

CVM, C. (7 de Dezembro de 2009). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Fonte: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>

DARMADI, S.; SODIKIN, A. Information disclosure by family-controlled firms. *Asian Review of Accounting*, v. 21, n. 3, p. 223-240, 2013

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.

Fávero, L. P. (2014). *Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados*. Elsevier Brasil.

Freitas, G. A. de, Silva, E. M., Oliveira, M. C., Cabral, A. C. de A., & Santos, S. M. dos. (2018). Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. *Contabilidade Gestão E Governança*, 21(1), 100–119. [https://doi.org/10.51341/1984-3925\\_2018v21n1a6](https://doi.org/10.51341/1984-3925_2018v21n1a6)

Forte, L., Souza, F. M., Santos Neto, J. B., Nobre, F. C., Nobre, L. H., & Queiroz, D. B. (2014). Determinantes do disclosure voluntário: um estudo no setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. Vol. 4. São Paulo: Atlas.

Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. Editora Atlas SA

Glendening, M., Mauldin, E. G., & Shaw, K. W. (2019). Determinants and Consequences of Quantitative Critical Accounting Estimate Disclosures. *The Accounting Review*, 94(5), 189–218. <https://doi.org/10.2308/accr-52368>

Hsieh, P., Koller, T., & Rajan, S. R. (2007). Guidance: a desorientada prática de orientação de lucros. *Revista Relação com Investidores - RI*, 10-12.

Macedo Neto, H., Gallon, A. V., De Luca, M. M., & Figueirêdo Júnior, H. S. (2012). 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*, 9(1).

Mahoney, W. F. (2008). Guidance: o bom, o ruim e o desagradável. *Revista Relação com Investidores -RI*, 4(121), 26-29.

Marçal, R. (2007). Guidance: O diálogo com o analista de investimentos. *Revista Relações com Investidores - RI*(110), 23.

Mazzioni, S., Cofsevicz, C. M., De Moura, G. D., Macêdo, F. F. R. R., & Krüger, S. D. (2017). Influência da governança corporativa na evidenciação voluntária de informações de natureza socioambiental. *Revista Organizações em Contexto*, 13(26), 311-338.

Prodanov, C. C., & Freitas, E. C. D. (2013). Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico – 2. ed. – Novo Hamburgo: Feevale.

Salotti, B., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR- Brazilian Business Review*, 2(1), pp. 53-70.

*Segmentos de listagem- B3*. (09 de fevereiro de 2021). Fonte:  
[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)

Silva, M. C. (2019). Disclosure do Guidance e Assimetria de Informação Contábil (Tese de Doutorado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.

Souza, J., Sanches, S. R., Sbardellati, E. d., & Neumann, M. (2018). Influência da Divulgação do Guidance nas Escolhas Contábeis e Gerenciamento de Resultados: Um Estudo de Dados em Painel com Companhias do Ibovespa. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(3).

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97-180.