

INSTITUTO FEDERAL DE MINAS GERAIS - CAMPUS FORMIGA MG
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO
JOAQUIM MARTINS DE CARVALHO

**A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE *GUIDANCE* NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Formiga MG

2025

JOAQUIM MARTINS DE CARVALHO

**A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE *GUIDANCE* NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG) Campus Formiga-MG, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração.

Aprovado em 10/06/2025 pela banca examinadora

Prof. Dr. Lélis Pedro de Andrade
Orientador

Prof. Dr. Washington Santos Silva
Coorientador

Linha de Pesquisa: Finanças

Área de Concentração: Finanças corporativas e investimentos

Formiga MG

2025

C331a Carvalho, Joaquim Martins de.

A influência dos investidores institucionais e da governança corporativa na divulgação de Guidance nas empresas brasileiras / Joaquim Martins de Carvalho. - Formiga, 2025
121 p. : il. color.

Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais – Campus Formiga, 2025.

Orientador: Dr. Lelis Pedro de Andrade.

Coorientador: Dr. Washington Santos Silva.

1. Investidores institucionais. 2. Governança corporativa. 3. Divulgação voluntária. 4. Previsões financeiras. 5. Guidance. I. Carvalho, Joaquim Martins de. II. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais – Campus Formiga. Título.

CDD:332.024


Catálogo: Lívia Renata Santos- CRB/6-2561

Joaquim Martins de Carvalho


A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE *GUIDANCE* NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG) *Campus* Formiga-MG, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração.


APROVADA em: 10/06/2025 pela banca examinadora:

Documento assinado digitalmente
 **LELIS PEDRO DE ANDRADE**
Data: 02/09/2025 09:30:38-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Lélis Pedro de
Andrade Instituto Federal de
Minas Gerais Orientador


Documento assinado digitalmente
 **WASHINGTON SANTOS DA SILVA**
Data: 02/09/2025 10:46:44-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Washington Santos Silva
Instituto Federal de Minas Gerais
Coorientador

Documento assinado digitalmente
 **BRUNO CÉSAR DE MELO MOREIRA**
Data: 04/09/2025 22:41:29-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Bruno César de Melo
Moreira Instituto Federal de Minas
Gerais Convidado Interno

Prof. Dr. Isac de Freitas
Brandão Universidade Federal do Ceará
Convidado Externo

Documento assinado digitalmente
 **ISAC DE FREITAS BRANDÃO**
Data: 02/09/2025 10:01:38-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

*Dedico esta dissertação à minha
querida esposa Elisângela e às
minhas preciosas filhas Ana
Júlia e Ana Lara, por sua força e
apoio incondicional. Também
dedico à memória da minha
querida mãe, cuja influência e
exemplo foram fundamentais na
minha trajetória.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço de coração à minha família, especialmente à minha esposa e minhas filhas, por acreditarem em mim e pelo incentivo constante durante a realização deste mestrado.

Expresso minha gratidão ao meu orientador e a todos que contribuíram de alguma forma para a conclusão deste estudo.

Ao Instituto Federal de Minas Gerais e aos professores do Mestrado, pelo profissionalismo e pelos valiosos ensinamentos, meu sincero agradecimento.

Aos meus colegas de Mestrado, sou grato pelo apoio educacional e emocional prestado sempre que necessário.

Por fim, agradeço a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para tornar este sonho uma realidade.

SUMÁRIO

RESUMO.....	8
1 INTRODUÇÃO	10
2 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	12
3. REFERÊNCIAS.....	14
PARTE 1 - RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DIVULGAÇÃO DE <i>GUIDANCE</i> - UMA ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA	18
RESUMO.....	18
1 INTRODUÇÃO	20
2 METODOLOGIA.....	21
3 RESULTADOS	23
4 CONCLUSÃO.....	42
5 REFERÊNCIAS.....	44
6 APÊNDICE	48
PARTE 2 - A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE <i>GUIDANCE</i> NAS EMPRESAS BRASILEIRAS	54
RESUMO.....	54
1. INTRODUÇÃO	56
2. LITERATURA RELACIONADA	58
3. METODOLOGIA.....	71
4. ANÁLISES E DISCUSSÕES.....	78

5. CONCLUSÃO.....	99
6. REFERÊNCIAS.....	102
PARTE 3 - PRODUTOS TÉCNICOS: BASE DE DADOS TÉCNICO-CIENTÍFICA E MATERIAL DIDÁTICO.....	111
1 DESCRIÇÃO	111
2. REFERÊNCIAS.....	118

**A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE *GUIDANCE* NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

RESUMO

O estudo investigou a influência dos investidores institucionais e da governança corporativa na prática de divulgação de previsões financeiras (*guidance*) pelas empresas brasileiras. A pesquisa foi estruturada em objetivos específicos, divididos em três partes: uma análise bibliométrica, que mapeou tendências, principais autores e lacunas na literatura; uma abordagem empírica, que investigou, com dados de empresas listadas na B3 (2019-2023) esta influência; e o desenvolvimento de uma base de dados técnico-científica e um material didático. Os resultados mostraram que a participação de investidores institucionais não apresentou influência estatisticamente significativa sobre a probabilidade de divulgar o *guidance* e que empresas com maior qualidade de governança corporativa e níveis mais elevados de endividamento tendem a adotar *guidance* com mais frequência. Também foram observadas diferenças significativas entre setores econômicos, indicando que a prática de *guidance* varia conforme o ramo de atividade. Observou-se também que o BNDES, como investidor institucional, se destaca por sua presença positiva e significativa em empresas que divulgam *guidance*. Como desdobramento técnico, foram desenvolvidos uma base de dados técnico-científica e um material didático, ambos foram disponibilizados em um site criado para apoiar a disseminação de conhecimento e futuras investigações acadêmicas sobre o tema.

Palavras-chave: Investidores institucionais, governança corporativa, divulgação voluntária, previsões financeiras, *guidance*

ABSTRACT

The study investigated the influence of institutional investors and corporate governance on the practice of financial forecast disclosure (guidance) by Brazilian companies. The research was structured around specific objectives, divided into three parts: a bibliometric analysis, which mapped trends, key authors, and gaps in the literature; an empirical approach, which examined this influence using data from companies listed on B3 (2019–2023); and the development of a technical-scientific database and educational material. The results showed that the participation of institutional investors did not have a statistically significant influence on the probability of guidance disclosure, whereas companies with higher corporate governance quality and greater levels of debt were more likely to adopt this practice. Significant differences were also observed across economic sectors, indicating that guidance practices vary according to industry. Additionally, the BNDES, as an institutional investor, stood out for its positive and significant presence in companies that disclose guidance. As a technical outcome, a technical-scientific database and educational material were developed and made available on a website created to support knowledge dissemination and future academic research on the topic.

Keywords: Institutional investors, corporate governance, voluntary disclosure, financial forecasts, guidance

1 INTRODUÇÃO

A divulgação voluntária de *guidance* — projeções ou previsões financeiras compartilhadas por empresas com o mercado — tem ganhado crescente atenção no cenário corporativo global, impulsionada por transformações regulatórias e pressões institucionais que promovem maior transparência (Li & Yang, 2016; Chen et al., 2019). Essa prática tem como principal objetivo reduzir a assimetria de informações entre empresas e investidores, contribuindo para o fortalecimento da eficiência dos mercados de capitais, ao melhorar a liquidez e a tomada de decisão dos agentes econômicos (Goh et al., 2016; Balakrishnan et al., 2014; Schoenfeld, 2017). A crescente relevância do tema justifica-se pela necessidade de compreender os determinantes que influenciam a adoção dessa estratégia de comunicação, especialmente diante do papel estratégico exercido pelos investidores institucionais e pelas estruturas de governança corporativa no estímulo à divulgação precisa e oportuna de informações (Tsang et al., 2019; Chapple et al., 2018; Hirst et al., 2008). Além disso, fatores como o uso estratégico da linguagem e a cultura organizacional também impactam a forma como o *guidance* é comunicado ao mercado (Guan et al., 2022).

Neste estudo, o investidor institucional é definido conforme o Estatuto Social da B3 (Capítulo IX, Artigo 71, letra d) e as diretrizes da CVM. Trata-se de entidades que gerenciam recursos de terceiros, como seguradoras, fundos de investimento, entidades de previdência privada, entre outros. Essas instituições possuem influência significativa na governança e nas práticas de divulgação das companhias abertas. Conforme o Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP, de 28 de fevereiro de 2023, sua atuação é relevante para o fortalecimento da transparência e para o alinhamento das políticas de disclosure das empresas com os interesses dos stakeholders.

Diversos estudos internacionais reforçam os benefícios do *guidance*. Wang et al. (2019) e Bourveau & Schoenfeld (2017) evidenciam que a divulgação de previsões contribui para um ambiente de informações mais transparente, melhora a liquidez e reduz os custos de capital. Já no contexto brasileiro, marcado por desafios regulatórios e menor maturidade institucional, compreender os fatores que influenciam a adoção do *guidance* permite avançar no entendimento sobre a eficácia da comunicação empresarial (Alves Arantes et al., 2018).

A atuação dos investidores institucionais tem se mostrado determinante para a promoção de práticas mais transparentes de disclosure, como relatado por (Nagata & Nguyen, 2017). Park et al. (2019) argumentam que esses agentes pressionam por maior clareza e frequência nas informações corporativas, com vistas à redução de custos de monitoramento e à mitigação de assimetrias informacionais. Brandão et al. (2013) apontam que, no Brasil, investidores institucionais podem influenciar diretamente as políticas de divulgação adotadas pelas empresas, sobretudo quando alinhados a práticas de governança mais maduras.

A governança corporativa também é um vetor central nesse processo. De acordo com Shleifer & Vishny (1997), uma governança eficaz garante que a empresa atue de forma a proteger os interesses dos investidores, reduzindo práticas oportunistas e incentivando a abertura informacional. Bushman et al. (2004) complementam ao apontar que estruturas robustas de governança ampliam a divulgação de informações sobre o desempenho futuro das companhias, fortalecendo a confiança do mercado.

Ainda que a divulgação obrigatória desempenhe um papel fundamental, não é suficiente para atender plenamente às demandas informacionais dos investidores. Conforme apontado por Healy & Palepu (2001) e Beyer et al. (2010), as divulgações voluntárias, como o *guidance*, agregam valor ao fornecer projeções e estratégias que vão além das exigências legais, promovendo um alinhamento mais eficaz entre expectativas e realidade empresarial. Nesse sentido, Verrecchia (1983) e Heflin et al. (2003) destacam que políticas consistentes de divulgação reduzem a volatilidade dos ativos e desestimulam o uso de informações privilegiadas.

Diante desse contexto, surge a seguinte problemática de pesquisa:

De que forma os investidores institucionais e a governança corporativa influenciam a divulgação de *guidance* por empresas brasileiras?

O objetivo deste estudo foi analisar a influência dos investidores institucionais e da governança corporativa na divulgação do *guidance* por empresas brasileiras.

Especificamente, o estudo:

Realiza uma análise bibliométrica da produção científica sobre o tema;

Desenvolve um estudo empírico para investigar os efeitos desses fatores sobre a adoção de *guidance*;

Cria uma base de dados técnico-científica e um material didático, alojados em um site, voltado à disseminação do conhecimento.

A relevância da pesquisa se justifica pelo crescimento da prática do *guidance* no Brasil e pela crescente participação dos investidores institucionais no mercado de capitais, que representaram 28,41% do volume negociado na B3 em janeiro de 2024 (B3, 2024). Dados anteriores também demonstram um aumento na adoção de *guidance*: 27,36% das companhias listadas na BM&FBovespa divulgaram previsões em 2012 (Brandão et al.,2013), percentual que chegou a 44,8% entre 2011 e 2016 (Luiz Souza et al. (2018). Além disso, o IBGC (2020) constatou um avanço na adoção das boas práticas de governança corporativa, indicando uma maior disposição das empresas em aprimorar sua comunicação com o mercado.

Como contribuição, este estudo oferece uma análise integrada da atuação dos investidores institucionais e dos efeitos da governança sobre o *guidance* no contexto brasileiro, explorando tanto suas implicações teóricas quanto aplicações práticas. Ao investigar também o papel do BNDES — principal investidor institucional estatal — a pesquisa agrega um olhar crítico sobre as particularidades do mercado nacional e sua governança estratégica.

A escolha metodológica pela análise bibliométrica e pela investigação empírica quantitativa permite mapear tendências, identificar lacunas na literatura e testar, com base em evidências, hipóteses sobre o comportamento das empresas brasileiras em relação à transparência informacional. A criação de um site com base de dados e material didático busca democratizar o acesso ao conhecimento e estimular futuras pesquisas sobre o tema.

Nesta pesquisa, corporações, “holdings” e agências governamentais, focadas em interesses estratégicos, não serão classificadas como investidores institucionais. Essas entidades não priorizam a gestão de investimentos e distorcem a análise da relação entre investidores institucionais e a divulgação do *guidance*. Seu foco não está no retorno sobre o investimento, mas em outros objetivos estratégicos. Entidades estratégicas frequentemente priorizam seus próprios interesses, o que enfraquece a governança que os investidores institucionais buscam fortalecer (Useem, 1996). Elas tendem a preferir divulgações menos frequentes para manter maior controle sobre o fluxo de informações (Bird & Karolyi, 2016).

2 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo, analisamos como investidores institucionais e a governança corporativa influenciam a divulgação de *guidance* nas empresas brasileiras. A análise bibliométrica mostrou que as publicações sobre o tema vêm crescendo, com forte concentração nos Estados Unidos. No Brasil, essa prática ainda é pouco comum, mesmo com o aumento da presença de investidores institucionais e o avanço das práticas de governança. O levantamento bibliométrico também nos ajudou a identificar lacunas no conhecimento e apontou caminhos promissores para futuras pesquisas.

Na etapa empírica, notamos que empresas com maior participação de investidores institucionais tendem a divulgar menos *guidance*. Por outro lado, companhias que possuem maior nível de endividamento adotam o *guidance* com mais frequência. Também percebemos que o setor em que a empresa atua afeta essa decisão. Esses achados podem fortalecer as políticas de transparência no mercado, além de apoiar a criação de regras mais objetivas para a divulgação de *guidance* no Brasil.

Destacamos ainda o papel do BNDES. Embora o banco não atue como um investidor tradicional, focado no lucro, sua presença nas empresas mostrou relação positiva com a divulgação de *guidance*. Esse resultado indica a importância de aprofundar a análise sobre o papel do BNDES e seu impacto na transparência e governança das companhias brasileiras.

Como contribuição prática, desenvolvemos uma base de dados e um material didático. Ambos estão disponíveis em uma plataforma online, criada para facilitar o acesso a informações organizadas e apoiar pesquisas futuras sobre investidores institucionais, governança corporativa e *guidance* no Brasil.

O estudo também sugere algumas direções para pesquisas futuras. Recomendamos ampliar a amostra e incluir empresas de outros países, o que pode trazer comparações mais amplas e robustas. Também propomos uma mudança no foco de análise: investigar se a divulgação de *guidance* atrai investidores institucionais, já que nossa pesquisa avaliou o caminho oposto. Outro ponto relevante é o aprofundamento no papel do BNDES nesse tema. Sugerimos ainda ampliar o número de variáveis nas próximas análises para tornar os modelos mais completos e explorar melhor a relação entre governança, investidores e *guidance*.

3. REFERÊNCIAS

- Alves Arantes, V., Pirolo Dias, D., & Oliveira Soares, R. (n.d.). *O QUE OS INVESTIDORES NÃO VEEM, O MERCADO NÃO SENTE: REFLEXÕES SOBRE A DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES PROSPECTIVAS*. 118–132.
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *JOURNAL OF FINANCE*, 69(5), 2237–2278. <https://doi.org/10.1111/jofi.12180>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2010.10.003>
- Bird, A., & Karolyi, S. A. (2016). Do Institutional Investors Demand Public Disclosure? *Review of Financial Studies*, 29(12), 3245–3277. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw062>
- Bourveau, T., & Schoenfeld, J. (2017). Shareholder activism and voluntary disclosure. *REVIEW OF ACCOUNTING STUDIES*, 22(3), 1307–1339. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9408-0>
- Brandão, I. D. F., Assunção, R. R., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S. M. D. P. (2013). Fatores determinantes do disclosure de *guidance* das companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(21). <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167–201. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.005>
- Chapple, L., Dunstan, K., & Truong, T. P. (2018). Corporate governance and management earnings forecast behaviour: Evidence from a low private litigation environment. *PACIFIC ACCOUNTING REVIEW*, 30(2), 222–242. <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2016-0081>

- Chen, L., Dong, Y., Ng, J., & Tsang, A. (2019). Cross-Listings and Voluntary Disclosure: International Evidence. *JOURNAL OF FINANCIAL REPORTING*, 4(2), 89–113. <https://doi.org/10.2308/jfir-52576>
- Goh, B. W., Lee, J., Ng, J., & Yong, K. O. (2016). The Effect of Board Independence on Information Asymmetry. *EUROPEAN ACCOUNTING REVIEW*, 25(1), 155–182. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.990477>
- Guan, Y., Wang, Z., Wong, M. H. F., & Xin, X. (2022). Language and Management Forecasts Around the World*. *CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH*, 39(1), 50–86. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12718>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature \$. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 31).
- Heflin, F., Subramanyam, K. R., & Zhang, Y. (2003). Regulation FD and the Financial Information Environment: Early Evidence. In *THE ACCOUNTING REVIEW* (Vol. 78, Issue 1).
- Hirst, D. E., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *ACCOUNTING HORIZONS*, 22(3), 315–338. <https://doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>
- Li, X., & Yang, H. I. (2016). Mandatory Financial Reporting and Voluntary Disclosure: The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Management Forecasts. *ACCOUNTING REVIEW*, 91(3), 933–953. <https://doi.org/10.2308/accr-51296>
- Luiz Souza, J., Leticia Raimundini Sanches, S., Cristina de Araújo Sbardellati, E., & 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 and Applied Accounting*, 11(3), 430–447. <https://doi.org/10.14392/asaa.2018110304>

- Nagata, K., & Nguyen, P. (2017). Ownership structure and disclosure quality: Evidence from management forecasts revisions in Japan. *JOURNAL OF ACCOUNTING AND PUBLIC POLICY*, 36(6), 451–467. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.09.003>
- Park, J., Sani, J., Shroff, N., & White, H. (2019). Disclosure incentives when competing firms have common ownership. *JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS*, 67(2–3), 387–415. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>
- Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds. *JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS*, 63(1), 51–74. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.10.007>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Useem, M. (1996). Shareholders as a Strategic Asset. *California Management Review*, 39(1), 8–27. <https://doi.org/10.2307/41165874>
- Verrecchia, R. E. (1983). DISCRETIONARY DISCLOSURE*. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 5).
- Wang, Z., Zhang, Z., & Zhang, H. (2019). Can Institutional Investors Improve Voluntary Management Earnings Forecasts? *EMERGING MARKETS FINANCE AND TRADE*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1613644>

PARTE 1

PARTE 1 - RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DIVULGAÇÃO DE *GUIDANCE* - UMA ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA

RESUMO

Nas últimas décadas, as estratégias de divulgação de informações pelas organizações passaram por mudanças significativas devido a fatores como regulações e transformações no cenário empresarial. As divulgações voluntárias de informações, incluindo projeções financeiras (*guidance*), ganharam destaque, influenciando as estratégias de comunicação corporativa. Este estudo fornece uma visão dos principais autores do campo e da evolução da pesquisa sobre a relação entre investidores institucionais, governança corporativa e a divulgação do *guidance*. A metodologia envolve a análise de estudos acadêmicos por meio da bibliometria, utilizando a *Web of science* como base de dados, com o objetivo de identificar tendências, padrões de colaboração e temas-chave nos artigos. Nos resultados, a pesquisa destacou um crescimento relevante no volume de artigos e referências relacionados ao tema estudado. Investidores institucionais contribuem para uma maior transparência e precisão nas divulgações, enquanto práticas sólidas de governança corporativa ajudam a reduzir a assimetria de informação. Os Estados Unidos se destacam como o principal polo de estudos nesse campo, com ampla participação em parcerias internacionais. O estudo ressalta a importância de expandir as pesquisas para mercados emergentes, como o Brasil, a fim de compreender melhor o impacto do *guidance*.

Palavras-chave: Investidores institucionais, governança corporativa, divulgação voluntária, previsões financeiras, *guidance*

ABSTRACT

In recent decades, organizations' information disclosure strategies have undergone significant changes due to factors such as regulations and transformations in the business landscape. Voluntary information disclosures, including financial projections (guidance), have gained prominence, influencing corporate communication strategies. This study provides an overview of the leading authors in the field and the evolution of research on the relationship between institutional investors, corporate governance, and guidance disclosure. The methodology involves analyzing academic studies through bibliometrics, using the Web of science as a database to identify trends, collaboration patterns, and key themes in the articles. The results highlight a significant increase in the volume of articles and references related to the studied topic. Institutional investors contribute to greater transparency and accuracy in disclosures, while strong corporate governance practices help reduce information asymmetry. The United States stands out as the leading research hub in this field, with extensive participation in international partnerships. The study emphasizes the importance of expanding research to emerging markets, such as Brazil, to gain a better understanding of the impact of guidance.

Keywords: Institutional investors, corporate governance, voluntary disclosure, financial forecasts, guidance

1 INTRODUÇÃO

A forma como as empresas divulgam informações mudou muito nos últimos anos. Novas regras e mudanças no mercado exigem mais transparência. As divulgações voluntárias, como previsões e projeções financeiras, ganharam destaque e hoje influenciam diretamente a comunicação das empresas (X. Chen et al., 2022).

No Brasil, o “*guidance*” — como é conhecido esse tipo de projeção — ainda é pouco comum. No entanto, o interesse dos investidores institucionais e a pressão por boas práticas de governança corporativa aumentaram. Por isso, entender como essas forças influenciam a divulgação de *guidance* se tornou relevante.

Neste estudo, analisamos como a pesquisa sobre investidores institucionais, governança corporativa e *guidance* evoluiu ao longo do tempo. Buscamos responder: quem são os principais autores? Quais temas mais avançaram? Quais áreas ainda precisam de mais estudos?

Fizemos uma análise bibliométrica para organizar o que já foi produzido e apontar os caminhos para futuras pesquisas. Esse tipo de estudo ainda é raro no Brasil, mesmo com o aumento do interesse pelo tema. Nosso foco foi identificar tendências, mostrar os principais pesquisadores e revelar as lacunas no conhecimento.

Os resultados podem ajudar pesquisadores, reguladores e empresas. Para quem estuda o tema, oferecemos uma base sólida e atualizada. Para os profissionais de mercado, nossos achados trazem informações úteis para criar estratégias de divulgação mais claras e efetivas. Com isso, o mercado brasileiro pode se tornar mais transparente, confiável e alinhado às expectativas dos investidores.

Ao longo do estudo, também utilizamos referências importantes que ajudam a explicar por que o *guidance* se tornou um tema central nas pesquisas.

A Teoria do Disclosure Voluntário (Verrecchia, 1983) sugere que as empresas divulgam informações que lhes tragam vantagens. Empresas com boa governança, no entanto, tendem a adotar práticas de transparência que vão além do exigido (Balakrishnan et al., 2014). Essas divulgações reduzem a assimetria de informação e promovem um ambiente mais equilibrado.

Diversos estudos discutem o equilíbrio entre os ganhos e riscos da divulgação voluntária (Core, 2001; Chan et al., 2013; Healy & Palepu, 2001). Outros autores, como Kumar et al. (2012), apontam que divulgar más notícias pode gerar impactos negativos no curto prazo, mas traz benefícios a longo prazo.

Empresas de alto crescimento, mesmo com alta divulgação, enfrentam mais assimetrias (Core, 2001). Nessas situações, a demanda por informações dos investidores institucionais estimula maior transparência (Chen et al., 2022).

Os investidores institucionais se dividem entre ativos e passivos (Wang et al., 2019). Os ativos têm maior capacidade de influenciar as empresas, enquanto os passivos exercem influência limitada. A atuação dos investidores estrangeiros também tem efeitos variados. Em alguns casos, eles ampliam a transparência. Em outros, podem restringi-la, especialmente em mercados com regulações mais flexíveis (Tsang et al., 2019).

Estudos recentes reforçam a importância do *guidance* para a qualidade das informações financeiras (Balakrishnan et al., 2014; Brochet et al., 2015; Q. Cheng et al., 2013; Ke et al., 2020). Eles mostram que as previsões reduzem erros nos resultados e ampliam a confiança dos investidores.

Por fim, esta pesquisa contribui de duas formas. Primeiro, oferece uma visão organizada e aprofundada sobre a literatura existente, servindo como fonte para outros estudos. Segundo, traz informações úteis para empresas, reguladores e investidores, apoiando melhores práticas de divulgação e governança no Brasil.

2 METODOLOGIA

Com o objetivo de aprofundar o entendimento a respeito do tema “investidores institucionais, governança corporativa e *guidance*” e obter informações úteis, este estudo usou métodos de análise de textos acadêmicos, como observar quem cita quem, analisar temas comuns, agrupar ideias similares, examinar o conteúdo, identificar palavras-chave importantes e acompanhar as tendências de publicações. A bibliometria, que é uma forma de estudar como as informações se organizam em uma área específica, foi crucial nesse processo (C. Li et al., 2017).

As análises bibliométricas são ferramentas poderosas para entender um campo de estudo específico e a literatura relacionada. No caso deste estudo, dados foram coletados da “*Web of science*” da *Clarivate Analytics*, um dos maiores bancos de dados do mundo para artigos e citações.

A ‘*Web of science Core Collection*’ da *Clarivate Analytics*, um banco de dados abrangente que consiste em dez subconjuntos de dados, é cada vez mais aplicado em pesquisas acadêmicas. W. Liu (2019) destaca que muitos artigos mencionam a *Web of science* em seus estudos e que ela desempenha um papel significativo na pesquisa.

A escolha da *WOS (Web of science)* como base de dados para esta pesquisa é recomendada devido a sua grande quantidade de periódicos exclusivos (Mongeon & Paul-Hus, 2016); (Norris & Oppenheim, 2007). Além disso, a *WOS* é capaz de fornecer dados com elevados padrões de qualidade, incluindo registros completos e referências citadas para cada artigo. Isso contribui para tornar o processamento de dados mais eficiente (Odriozola-Fernández et al., 2019).

2.1 Procedimentos para análise bibliométrica

O quadro a seguir apresenta as etapas e passos detalhados que compõem o processo metodológico desta pesquisa:

Figura 1 – Quadro com procedimentos para filtros dos artigos

ETAPA	ITEM	DESCRIÇÃO
1 Operação de pesquisa	1.1	Escolha da (s) base (s) científica (s): “ <i>Web of science</i> ”
	1.2	Delimitação de termos que representam o campo: investidor institucional, <i>disclosure</i> voluntário, <i>guidance</i>
	1.3	Definição da expressão de busca: “ <i>TS=(“institutional investors” or “corporate governance”) AND TS=(“voluntary disclosure”) and TS=(“Guidance” or “forward-looking statements” or “earnings forecast” or “projections” or “forecasts”)</i> ”. A expressão de busca acima foi usada para localizar estudos específicos com critérios em palavras-chave e operadores booleanos: “TS” refere-se ao campo de busca por tópicos, englobando título, resumo e palavras-chave.

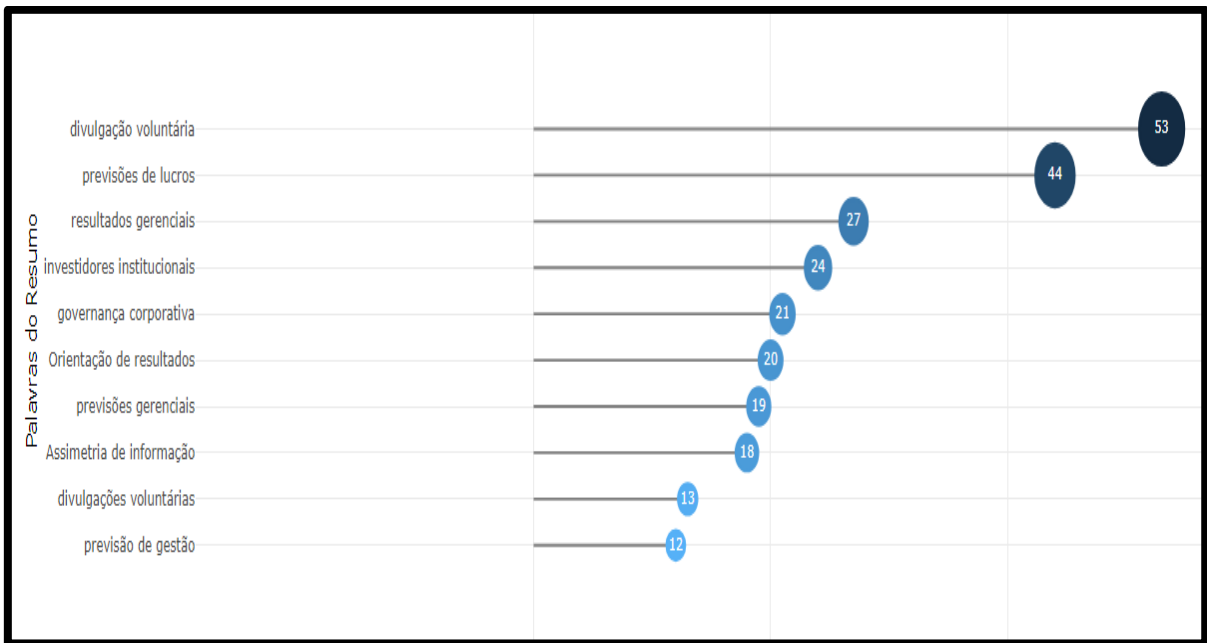
2 Procedimentos de pesquisa (filtros)	<ul style="list-style-type: none"> 2.1 Filtro 1: Delimitação somente em artigo ou acesso antecipado ou artigo de revisão (Tipos de documentos) 2.2 Filtro 2: Todos os anos 2.3 Filtro 3: Todos os idiomas 2.4 Eliminação de artigos baseado no título. Identificar conteúdos nos títulos que não estavam alinhados ao tema ou foco da pesquisa, filtrando estudos irrelevantes, antes de uma análise detalhada. 2.5 Eliminação de artigos baseado no resumo. Avaliação se o resumo do estudo aborda o foco e os objetivos da pesquisa. Artigos que não forneceram informações relevantes ou claras foram descartados nessa etapa.
3 Adequação e organização dos dados	<ul style="list-style-type: none"> 3.1 Download e organização das referências – software <i>Mendeley</i> 3.2 Download das referências para utilização no <i>Biblioshiny</i> 3.3 Análise da base dados migrada para o <i>Biblioshiny</i>
4 Análise da produção científica	<ul style="list-style-type: none"> 4.1 Análise do volume das publicações e tendências temporais 4.2 Análise das referências e dos artigos mais citados 4.3 Análise do país de origem (do primeiro autor) 4.4 Análise dos periódicos 4.5 Análise da autoria e coautoria 4.6 Análise das categorias (áreas) das publicações 4.7 Descrição, estudo das relações e tendências

Adaptado de Prado et al. (2016)

3 RESULTADOS

Ao explorar a base de dados da “*Web of science (WOS)*” com a expressão “*TS=(“institutional investors” or “corporate governance”) AND TS=(“voluntary disclosure”) and TS=(“Guidance” or “forward-looking statements” or “earnings forecast” or “projections” or “forecasts”)*”, identificou-se inicialmente 102 artigos pertinentes. Posteriormente, excluiu-se 24 artigos com base em títulos que não estavam alinhados com o tema de estudo em questão. Após uma análise mais aprofundada dos resumos, mais 20 artigos foram excluídos devido à falta de conteúdo correlato com a pesquisa em andamento. Como resultado, restaram 58 artigos que serviram como base para a subsequente análise bibliométrica. A figura 2 apresenta as expressões (bigramas) mais frequentes nos resumos dos 58 artigos selecionados para estudo do campo “investidores institucionais, governança e divulgação voluntária do *guidance*”. As sessões estão organizadas em ordem decrescente de frequência, com as mais frequentes no topo.

Figura 2 - Palavras mais frequentes nos resumos dos artigos



Fonte: *Biblioshiny*, 2024

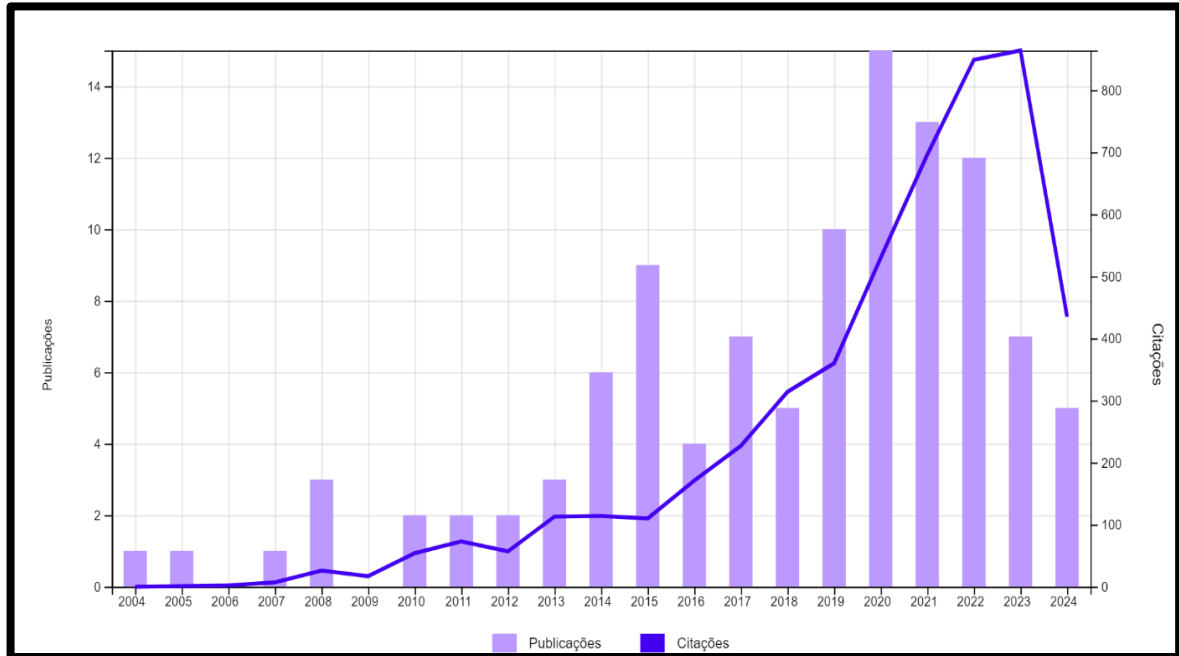
As quatro expressões mais frequentes: divulgação voluntária, previsões de lucros, resultados gerenciais e investidores institucionais demonstram que os artigos selecionados tem coerência de representação do campo estudado.

3.1 Tendências

A Figura 3 mostra a evolução das publicações e citações anuais no campo, com base nos dados coletados até 25 de junho de 2024. Observamos um crescimento expressivo no número de trabalhos publicados e nas citações ao longo dos anos. Desde 2010, as publicações apresentam alta constante, com aumento médio anual de 22,07%. As citações crescem ainda

mais rápido, com média anual de 36,66%. Esses dados indicam que o tema tem atraído mais atenção e que os estudos publicados estão gerando impacto relevante.

Figura 3 - Citações e publicações ao longo do tempo



Fonte: *Web of science*, 2024

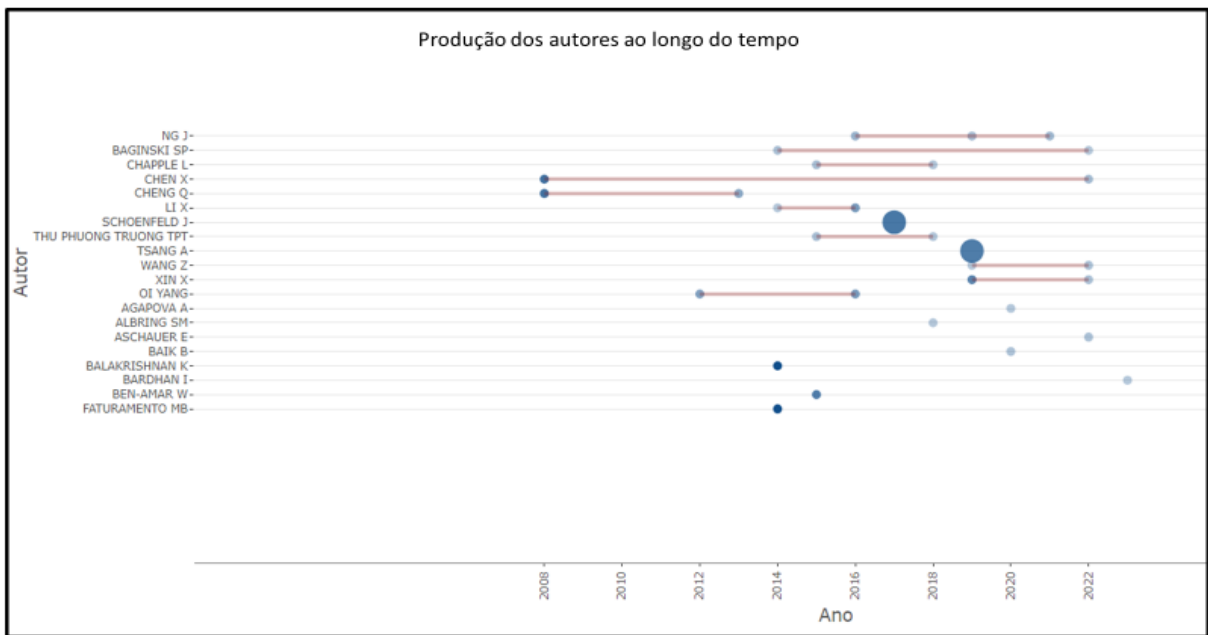
O gráfico também revela uma queda no número de publicações a partir de 2021. Essa redução pode ter várias causas. A mais provável é o intervalo natural entre a realização de pesquisas e a publicação de artigos, o que é comum em estudos mais recentes. Apesar dessa queda temporária nas publicações, o número de citações segue elevado, o que reforça o interesse contínuo pelo tema.

No campo das citações, há grande variação entre os autores. Tsang A. (1,3), Hussainey K. (0,85) e García-Sánchez I.M. (0,80) se destacam pelas maiores médias anuais de citações, o que indica que seus trabalhos seguem relevantes e frequentemente mencionados. Por outro lado, Wang Z. (0,35) e Baginski S.P. (0,20) apresentam médias menores, sugerindo que seus estudos ainda não alcançaram ampla repercussão ou que são mais recentes e, por isso, ainda pouco citados.

Esses dados mostram que o campo mantém uma trajetória de crescimento no longo prazo, embora o número de publicações possa oscilar em períodos curtos. A tendência geral continua positiva, tanto em volume de produção quanto em impacto.

A figura 4 abaixo apresenta um gráfico com produção científica de diversos autores ao longo do tempo. Cada linha representa um autor, com pontos indicando os anos de publicação, e o tamanho dos pontos mede a relevância ou impacto de cada trabalho, medido pelo número de citações.

Figura 4 - Produção dos autores ao longo do tempo



Fonte: *Biblioshiny*, 2024

A maior parte das publicações se concentrou entre 2014 e 2020, indicando um interesse crescente nesse período. Alguns autores, como Baginski SP e Chen X, mantiveram uma continuidade maior de publicações, sugerindo especialização no tema.

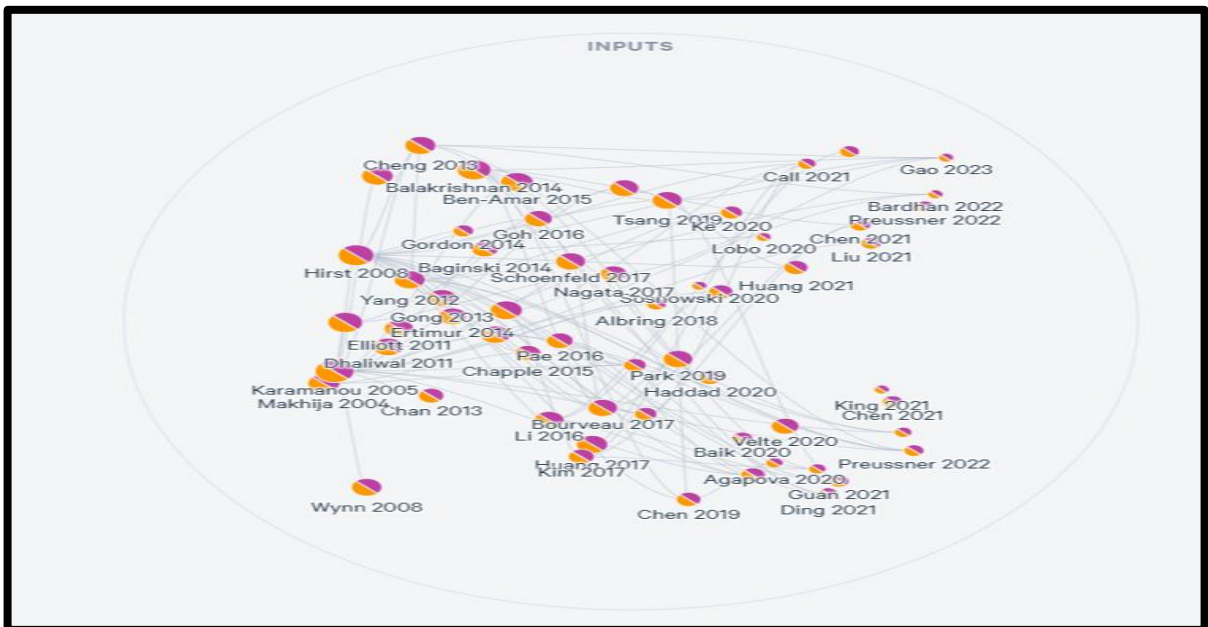
As citações por ano variam consideravelmente entre os autores. Autores como Tsang A (1,3/ano), têm altas taxas de citações por ano, o que sugere que seus trabalhos continuam a ser citados com frequência ao longo do tempo. Por outro lado, autores como Wang Z (0,35) e Baginski SP (0,20) apresentaram poucas citações por ano, o que indica que seus artigos ainda não receberam reconhecimento subsequente na forma de citações. Outros, como

NG J, publicaram artigos em diferentes anos e obtiveram taxas de citações variadas. Isso indica uma pesquisa intermitente no campo.

Além dos nomes em inglês, como Schoenfeld J, observa-se a presença de autores com nomes asiáticos, como Wang Z, Tsang A, Thu Phuong Truong TPT, e Li X. Isso sugere que a pesquisa sobre esse tema tem uma dimensão internacional, com autores de diversas origens culturais contribuindo para o campo. Autores como Chen X continuam a publicar sobre o tema em anos recentes (2022), indicando que a pesquisa sobre o campo está se desenvolvendo.

A Figura 5 é um historiógrafo, onde destaca-se a influência das pesquisas de Karamanou & Vafeas (2005) e de Hirst et al. (2008). Essas pesquisas estão diretamente conectadas a várias outras, indicando uma ampla influência no campo de estudo. Observamos poucas pesquisas sobre o tema em 2004, mas a partir de 2013, houve um aumento significativo no número de estudos, conforme mostrado na figura. Os artigos mencionados são os mais citados, destacando sua importância no campo.

Figura 5 - Historiógrafo



Fonte: Litmaps, 2024

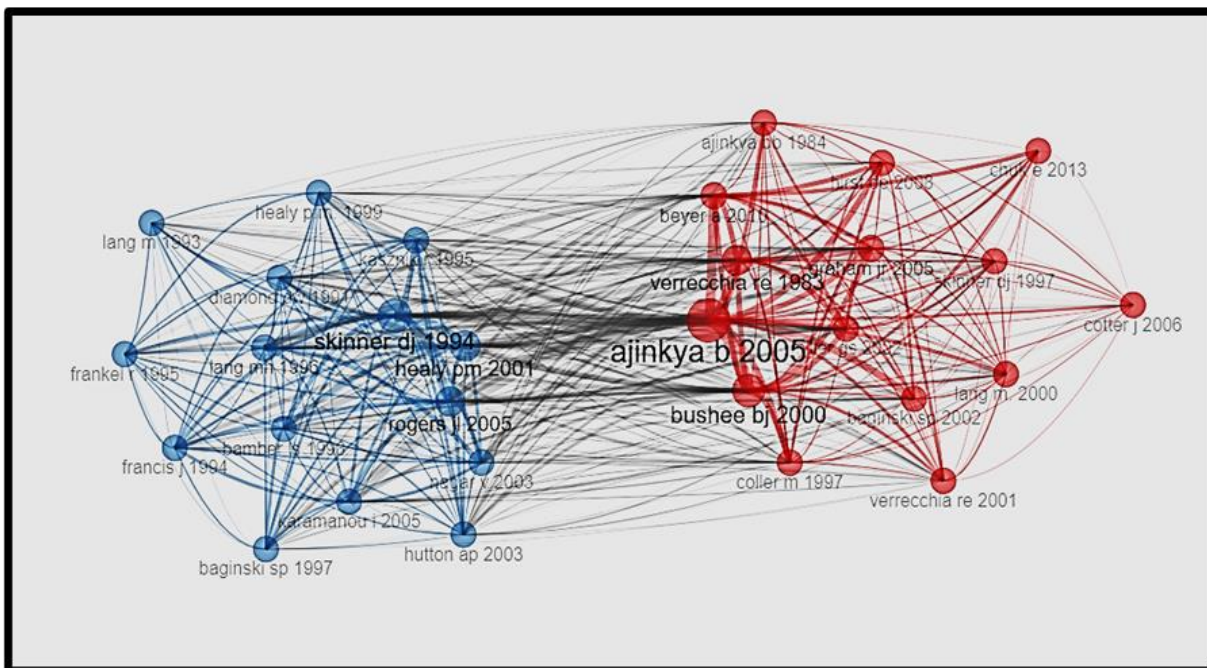
O contexto atual da pesquisa mostra um ambiente empresarial mais complexo. Os investidores exigem informações cada vez mais precisas sobre o desempenho futuro das empresas. As previsões financeiras se tornam, assim, um recurso essencial para apoiar decisões de investimento e avaliação de desempenho (Paulo, 2009). O avanço tecnológico facilita a pesquisa, tornando-a mais acessível. Com a crescente disponibilidade de dados e novas técnicas de análise, os pesquisadores conseguem realizar estudos mais detalhados sobre o tema, contribuindo para uma melhor compreensão das práticas de previsão e divulgação de resultados.

Em mercados competitivos, as previsões de resultados gerenciais são essenciais para a comunicação entre empresas e investidores. A transparência e precisão dessas previsões influenciam a confiança do mercado e o valor percebido da empresa, como indicado por Preussner & Aschauer (2022); Hirst et al. (2008); Happle & Truong (2015); Yang et al. (2021); Guan et al. (2022).

3.2 Evolução de Coocitação

A figura 6 apresenta um gráfico de coocitação, que retrata o cenário da pesquisa. A rede de coocitação mostra como documentos são relacionados entre si com base no número de vezes que são citados em conjunto por outros documentos. Cada nó representa um autor. O tamanho do nó indica a importância ou o número de citações recebidas. Cada aresta representa uma relação de coocitação entre dois nós. A espessura da aresta indica a frequência da coocitação. Grupos de nós próximos entre si formam *clusters*, que indicam subcampos ou tópicos dentro da literatura estudada. A proximidade entre nós indica quão frequentemente os documentos são citados juntos. Nós próximos sugerem uma forte relação de coocitação.

Figura 6 - Rede de Coocitação



Fonte: *Biblioshiny*, 2024

Na pesquisa acadêmica, o uso da análise de redes de coocitação tem usado como uma ferramenta para avaliar o cenário de trabalhos acadêmicos. Essa metodologia envolve a análise das relações entre publicações, fornecendo a interconexão e relevância de vários tópicos de pesquisa.

A análise de redes de coocitação gira em torno da visualização de conexões entre publicações acadêmicas que compartilham referências comuns. Ao explorar essas redes, extraímos informações significativas sobre a proeminência de publicações específicas, a interligação de tópicos e o crescimento da pesquisa em um campo específico.

Cluster 1 (Vermelho): Inclui autores como Ajinkya (2005), Bushee (2000), Beyer (2010) e Verrecchia (1983). Este *cluster* está bem definido no gráfico e os autores dentro deste grupo têm uma proximidade ligeiramente maior indicando uma coocorrência mais frequente dentro deste grupo.

Cluster 2 (Azul): Inclui autores como Skinner (1994), Healy (2001), Lang (1996), Nagar (2003), Diamond (1991) e Bamber (1998). Este *cluster* também é bem distinto no gráfico e os autores dentro deste grupo têm uma proximidade um pouco menor, sugerindo uma coocorrência frequente mas não tão forte quanto no *Cluster 1*.

Um aspecto notável é a presença de um grupo de autores que fizeram contribuições significativas para o campo. Ajinkya, Bushee, Skinner, Healy surgem como os autores mais frequentemente citados, indicando seus papéis influentes na formação do discurso em torno do tema.

O crescente campo "investidores institucionais, governança relacionados ao *guidance*" é significativo tanto para a academia quanto para o panorama profissional mais amplo. Seu crescimento reflete sua relevância e a crescente demanda por investigações adicionais. Isso ressalta a necessidade de uma abordagem mais interdisciplinar, como evidenciado pela variedade de áreas das quais essas publicações se originam (finanças, contabilidade, administração).

Apesar de suas vantagens, a análise de cocitação tem limites. Os resultados dependem da qualidade das bases de dados e da técnica usada. Além disso, essa abordagem não avalia o conteúdo nem o impacto real das publicações. Assim, ela deve ser vista como uma ferramenta complementar na compreensão do desenvolvimento científico.

Com base no mapa apresentado, conclui-se que o tema central que conecta os dois clusters é a divulgação voluntária de informações financeiras. O Cluster Azul enfoca os fatores que levam as empresas a divulgar informações voluntariamente, com ênfase na redução da assimetria de informações. Já o Cluster Vermelho analisa como a governança corporativa e a estrutura de propriedade influenciam as decisões de divulgação. Ambos os grupos, embora com enfoques distintos, convergem no interesse comum pela transparência das empresas e pelos impactos da divulgação voluntária no mercado financeiro.

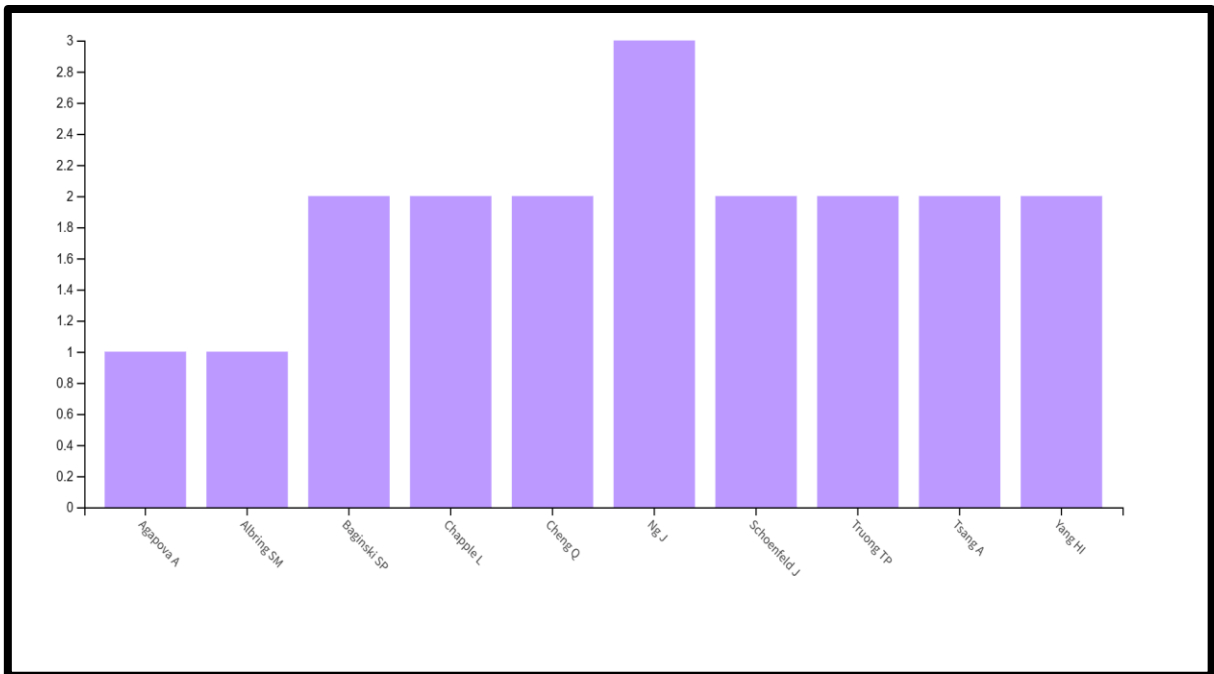
3.3 Influências

Na figura 7 observa-se uma rede social de acadêmicos dedicados ao estudo da governança corporativa (azul) e divulgação voluntária (vermelho). Cada nó representa um pesquisador, enquanto as arestas denotam colaborações em coautoria, com a espessura das arestas indicando a frequência dessas colaborações. A rede se destaca por sua densa interconectividade, revelando um campo altamente colaborativo

Essa análise suscita questões importantes, como a influência dos acadêmicos, temas predominantes e colaborações internacionais. O gráfico também serve como ferramenta para identificar possíveis parceiros de pesquisa para acadêmicos.

A Figura 8 traz um gráfico com a distribuição de autores no campo. O eixo horizontal representa os autores, enquanto o eixo vertical representa a contagem de publicações.

Figura 8 - Distribuição das publicações dos autores do Campo



Fonte: *Web of science*, 2024

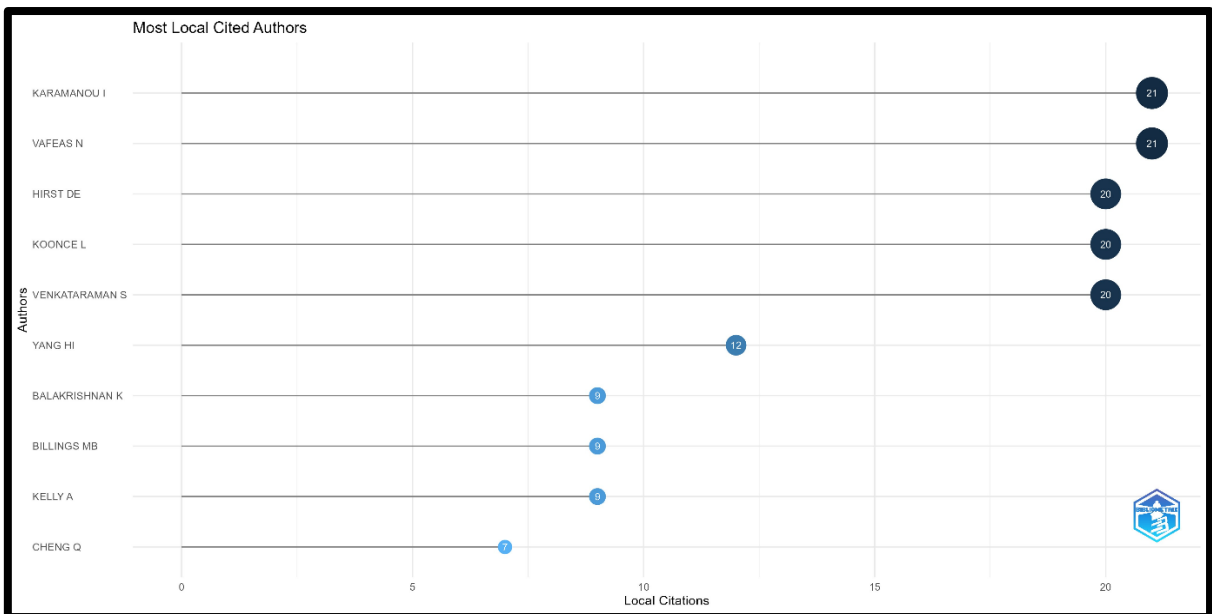
Entre os 10 autores destacados no gráfico, Ng J se destaca com o maior número de publicações. Ele possui 3 estudos, o que representa 5,17% dos 58 trabalhos analisados. Logo depois, aparecem Baginski SP, Chapple L, Cheng Q, Schoenfeld J, Truong TP, Tsang A e Yang HI. Cada um deles conta com 2 publicações, somando 24,14% do total. Por fim, 41 autores, como Agapova A e Albring SM, aparecem com apenas um estudo cada, o que corresponde a 70,69% dos trabalhos.

Este campo é relativamente novo, com um número pequeno de autores. No entanto, há um número significativo de autores que estão contribuindo para o campo, com Ng J sendo o autor mais prolífico.

O campo está se concentrando em um pequeno número de autores. O campo está atraindo pesquisadores de uma variedade de origens. Os autores do campo representam uma variedade de instituições, países e áreas de pesquisa.

O Figura 9 apresenta um gráfico com o número de citações locais (dentro do campo) por ano, recebidas pelos autores de pesquisa.

Figura 9 - Autores mais citados/ano



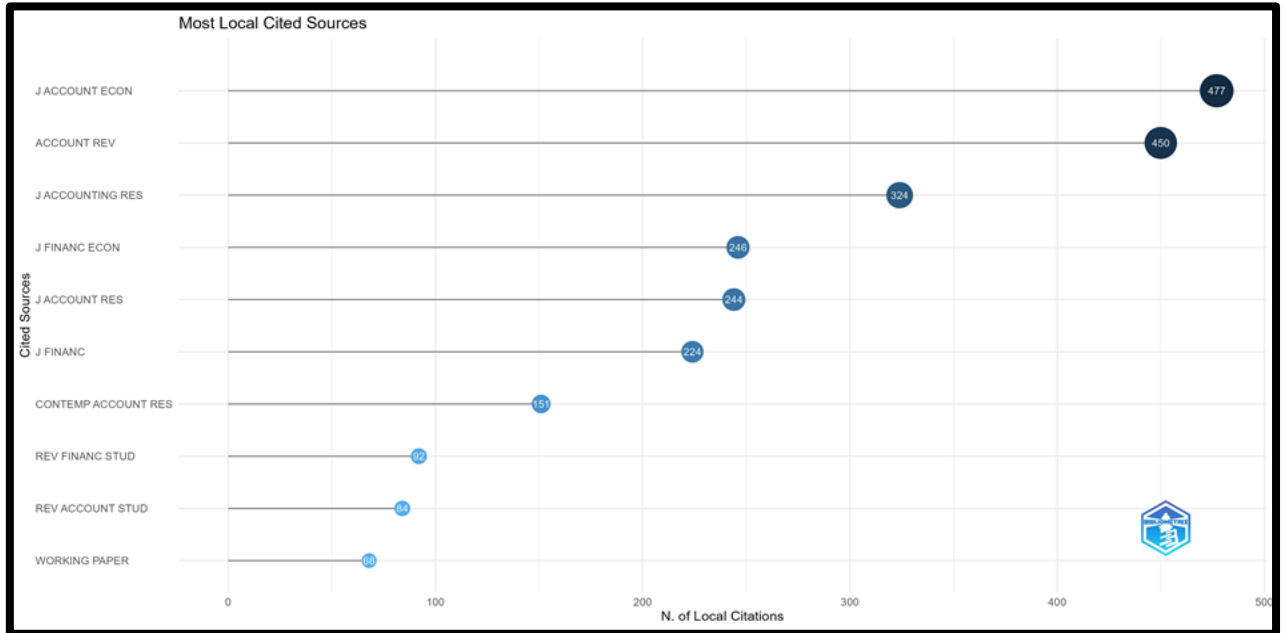
Fonte: *Biblioshiny*, 2024

Os autores mais citados localmente são Karamanou I e Vafeas N, ambos com 21 citações cada. Em seguida, Hirst DE, Koonce L, Venkataraman S e Yang HI recebem 20 citações cada. Balakrishnan K, Billings MB, Kelly A e Cheng Q seguem, com entre 9 e 7 citações cada.

3.4 Dinâmicas

A Figura 10 apresenta um gráfico com a lista dos 10 principais periódicos do campo e apresenta o total de citações de cada periódico.

Figura 10 - Periódicos mais citados (citações totais)



Fonte: *Biblioshiny*, 2024

O periódico com mais citações no campo é o *Journal of Accounting and Economics*, com 477 citações totais. Em seguida, aparecem os periódicos *Accounting Review*, com 450 artigos, e *Journal of Accounting Research*, com 324 citações.

Esses três periódicos estão entre os principais periódicos da área de contabilidade e finanças, e suas publicações são amplamente citadas por outros pesquisadores. O fato de terem grande volume de citações neste campo indica que a área é importante e relevante para os pesquisadores.

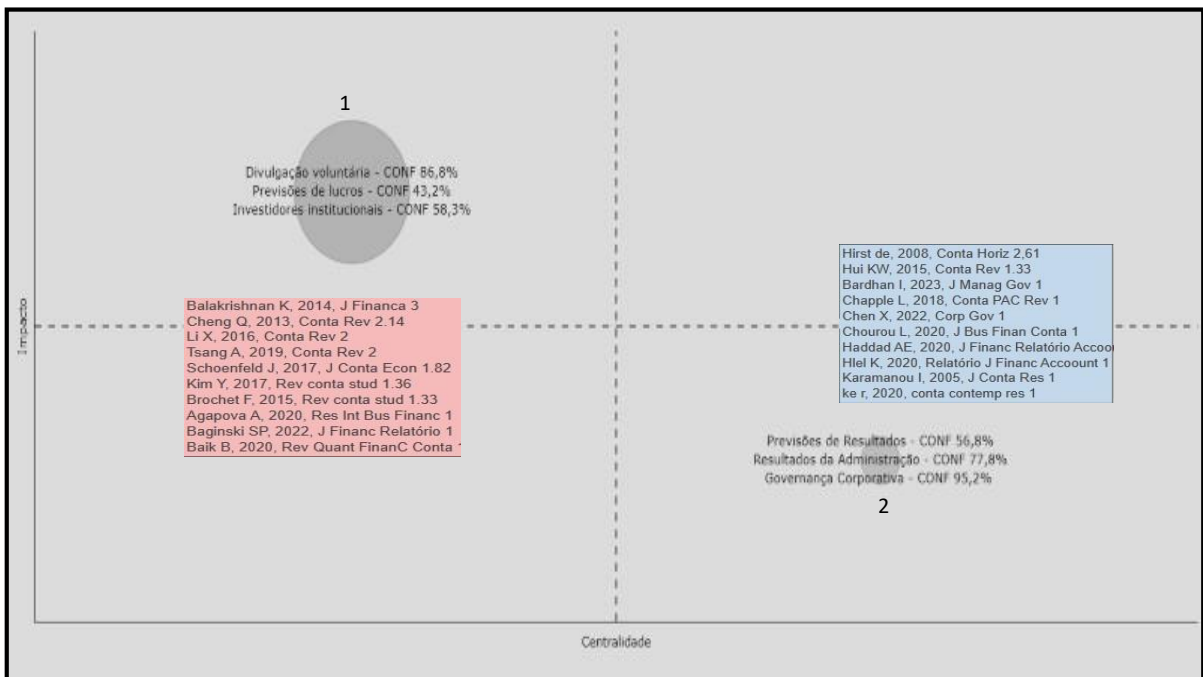
Os outros sete periódicos da lista também são importantes para a área. *O Journal of Financial Economics* e o *Journal of Finance* são periódicos especializado em finanças.

Os outros periódicos da lista são especializados em contabilidade, finanças ou economia. Seus artigos sobre o campo são importantes para a compreensão do tema e para o desenvolvimento de pesquisas futuras.

O gráfico fornece uma visão geral dos principais periódicos do campo. A área é importante e relevante para os pesquisadores, e que os principais periódicos da área são de alta qualidade.

A Figura 11 mostra um gráfico de dispersão que se refere a agrupamento de documentos por acoplamento do campo. O gráfico apresenta dois *clusters*, identificados pelos números 1 e 2. O eixo vertical ilustra o "impacto," uma medida que quantifica a influência de um tema na formação do campo de estudo, enquanto o eixo horizontal representa a "centralidade," que avalia a conexão de um tema com outros temas relacionados ao *guidance*.

Figura 11 - Agrupamento por acoplamento



Fonte: *Biblioshiny*, 2024

O gráfico fornece uma visão geral dos principais temas e as respectivas publicações sobre o *guidance* relacionado a investidores institucionais nos 58 artigos selecionados para a pesquisa.

A análise foi realizada com base nos resumos dos artigos, medida de impacto com utilização da citação local (dentro do campo), rotulagem dos clusters por termos abstratos.

No *cluster 1*, os artigos são caracterizados por uma alta frequência de citações entre si, indicando que eles possuem uma forte relação de dependência. A centralidade deste *cluster* indica que ele é relativamente central na rede de documentos e o impacto deste *cluster* indica que é relativamente influente.

Neste *cluster* existem pesquisas que estudaram a relação entre investidores institucionais, divulgação voluntária e previsões de lucros em diversos contextos. Os respectivos estudos fornecem importantes informações sobre como os investidores institucionais influenciam a divulgação voluntária.

No *cluster 1*, alguns estudos se destacam. Balakrishnan et al. (2014), relata que a divulgação voluntária visa a redução de assimetrias de informação entre investidores, alinhando-se com modelos de precificação de ativos que enfatizam a importância dessas assimetrias para as demandas e precificação dos ativos. Por outro lado, Tsang et al. (2019) revela que os investidores institucionais estrangeiros exercem um impacto significativo e complexo na divulgação voluntária das empresas, especialmente nas previsões de lucros da gestão. Em contraste, Cheng et al. (2013) e Li & Yang (2016) não abordam especificamente essa relação, mas focam, respectivamente, nos incentivos gerenciais para precisão das previsões e na adoção obrigatória das International Financial Reporting Standards (IFRS) na divulgação voluntária. Além disso, Baik et al. (2020) destaca que a propriedade de fundos de hedge está negativamente associada à frequência subsequente de divulgação voluntária das empresas, sugerindo uma dinâmica única em relação à propriedade institucional geral.

No *cluster 2*, os artigos também possuem uma alta frequência de citações entre si, indicando que eles também possuem uma forte relação de dependência. A centralidade indica que ele é mais central, e o impacto indica que ele é menos influente que o *cluster 1*.

No *cluster 2*, alguns estudos se destacam pela sua aderência às características principais de previsões de resultados, gestão dos resultados e governança corporativa. Hirst; Koonce; Venkataraman (2008) apresentam uma revisão abrangente sobre previsões de resultados gerenciais e propõem um framework teórico para entender os fatores que afetam a precisão e a confiabilidade dessas previsões. Este estudo enfatiza a importância das práticas de governança corporativa na melhoria da qualidade das previsões financeiras, alinhando-se com os objetivos do *cluster*. Hui; Matsunaga (2015) investigam se CEOs e CFOs são recompensados

pela qualidade de suas divulgações financeiras. O estudo examina a relação entre a qualidade da divulgação, a precisão das previsões de resultados e as práticas de governança corporativa. Os autores demonstram como a transparência e a precisão nas previsões impactam a remuneração dos altos executivos, refletindo a importância da governança corporativa na gestão dos resultados financeiros. Bardhan et al. (2023) examinam o impacto da função de auditoria interna na precisão e confiabilidade das previsões de resultados gerenciais. O estudo destaca a importância de uma auditoria interna robusta para melhorar a governança corporativa e a qualidade das previsões financeiras, alinhando-se diretamente com os temas do *cluster*. Chapple et al. (2018) analisam o comportamento das previsões de resultados gerenciais em ambientes com baixo risco de litígio privado. O estudo explora como diferentes práticas de governança corporativa influenciam a qualidade das previsões financeiras. Mesmo em ambientes com baixo risco de litígio, práticas de governança eficazes são cruciais para melhorar a qualidade das previsões financeiras, reforçando a relevância do estudo para o *cluster*. Karamanou & Vafeas (2005) realizam uma análise empírica da relação entre conselhos corporativos, comitês de auditoria e a qualidade das previsões de resultados gerenciais. O estudo oferece evidências de como uma governança corporativa robusta melhora a precisão das previsões financeiras, contribuindo significativamente para o campo de estudo e destacando-se dentro do *cluster*.

A análise dos artigos dos dois *clusters* revela algumas diferenças importantes. Os documentos do *cluster* 1 estão mais focados nos Investidores Institucionais, Divulgação voluntária de informações nas previsões de resultados. Os documentos do *cluster* 2 estão mais focados nas previsões de resultados, na gestão dos resultados e na governança corporativa.

Essas diferenças são explicadas pela natureza dos tópicos abordados por cada *cluster*. Os artigos do *cluster* 1 estão mais relacionados entre si, formando um *cluster* mais homogêneo e os artigos do *cluster* 2 também estão relacionados entre si, mas de forma menos direta, formando um *cluster* mais heterogêneo.

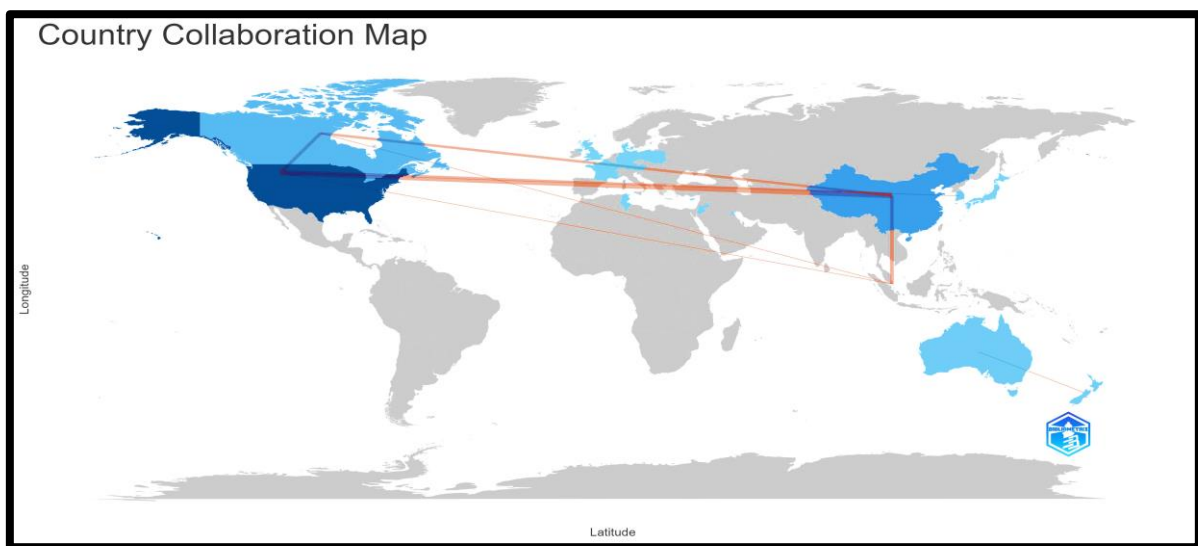
Os resultados da análise indicam que os documentos dos dois *clusters* possuem características distintas, refletindo a natureza dos tópicos abordados por eles.

Os dois *clusters* da Figura 11 reúnem os artigos mais citados entre os 58 analisados. O método de acoplamento bibliográfico organiza os estudos conforme a quantidade de citações

no próprio campo. Dessa forma, os textos com maior impacto aparecem no centro desses grupos. Com isso, a análise apresentada aqui foca nos trabalhos mais importantes e citados, atendendo ao propósito de destacar as principais referências da amostra.

A Figura 12 mostra um mapa com a frequência de colaboração entre países, com base no número de vezes que esses países aparecem juntos em uma mesma publicação científica sobre o campo.

Figura 12 - Mapa de frequência de colaboração entre países



Fonte: *Biblioshiny*, 2024

No gráfico, os países que mais colaboram entre si são os Estados Unidos e a China. Em seguida, vêm os Estados Unidos e o Canadá. Outros países que colaboram com frequência são China e Canadá, China e Singapura.

O gráfico mostra que a colaboração científica no campo é mais frequente entre países desenvolvidos, como os Estados Unidos, a China, o Canadá e a França. No entanto, também há casos de colaboração entre países em desenvolvimento, como a Austrália e a Nova Zelândia.

A colaboração entre países apresentada na Figura 12 foi analisada com base na coautoria internacional. O *software Biblioshiny* calcula a frequência com que autores de diferentes países publicaram juntos um mesmo artigo. Cada ligação no gráfico representa uma

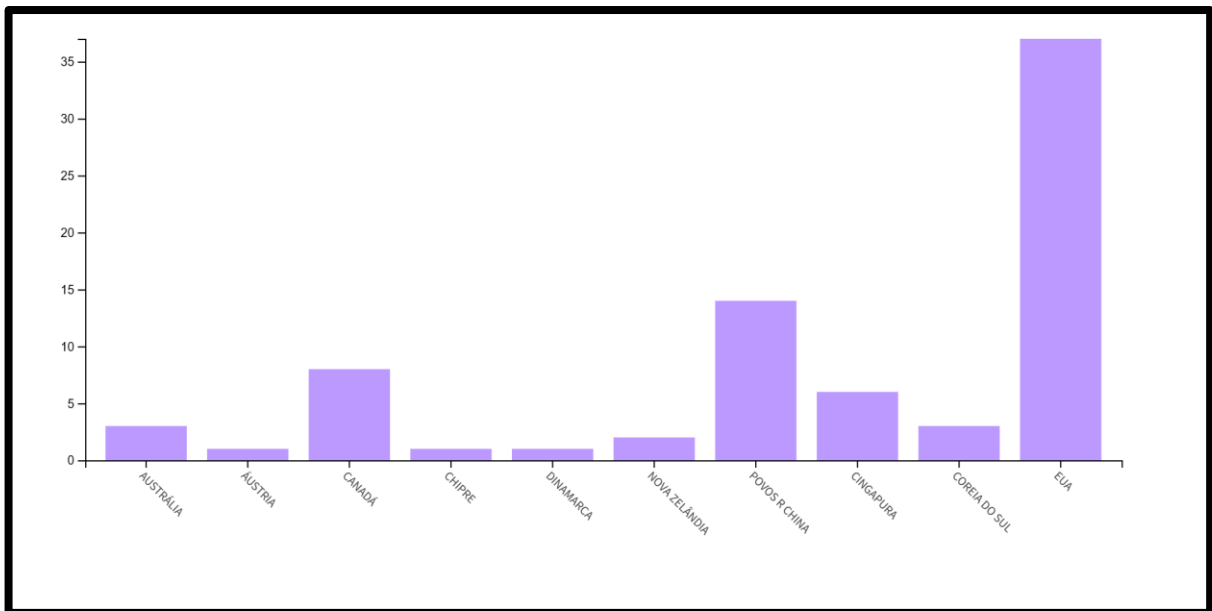
coautoria entre pesquisadores de países distintos. Quanto mais espessa a linha entre dois países, maior a quantidade de estudos feitos em parceria entre eles.

É importante ressaltar que o gráfico representa apenas um conjunto de dados específico, e que a frequência de colaboração entre países varia dependendo do período de tempo analisado, do campo científico considerado, e de outros fatores.

Além disso, é importante destacar que investidores institucionais, governança relacionados à divulgação voluntária do *guidance* é um campo relativamente novo, e que a colaboração científica neste campo ainda está em desenvolvimento.

A figura 13 é um gráfico que ilustra a distribuição geográfica das publicações incluídas no estudo bibliométrico, representando a quantidade de publicações por país.

Figura 13 - Produção de pesquisa por país



Fonte : *Web of science*, 2024

Os países na Figura 13 foram identificados com base no país do primeiro autor de cada artigo, conforme registrado na base *Web of Science*. Assim, o país que aparece no gráfico representa a origem do pesquisador principal de cada estudo.

Os Estados Unidos (EUA) destacam-se com a maior quantidade de publicações, totalizando mais de 35 artigos. Este resultado aponta uma forte produção acadêmica neste país.

O Canadá e China aparecem logo atrás, embora com uma quantidade consideravelmente menor que os EUA. Este dado indica uma contribuição significativa da pesquisa canadense e chinesa.

A Nova Zelândia e a Singapura também se destacam em publicações, despontando como importantes contribuintes na pesquisa.

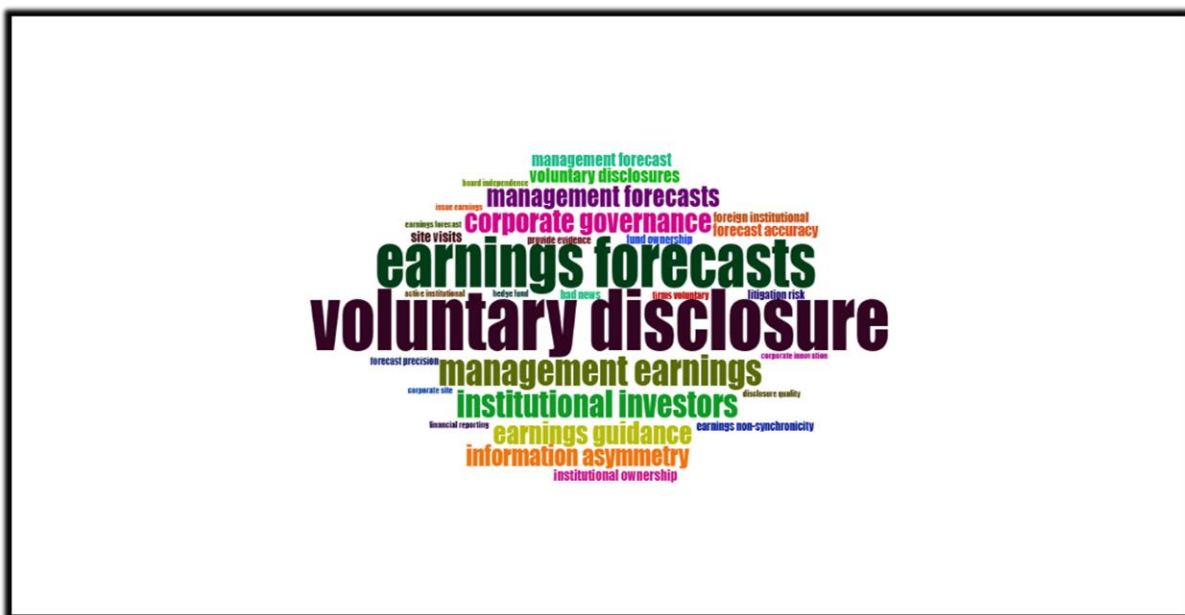
Outros países, como Austrália, Áustria, Chile, Dinamarca, Polônia, China e Coreia do Sul, mostram participações menores. A presença desses países no gráfico indica uma diversidade geográfica na produção de conhecimento acadêmico.

A análise bibliométrica baseada na distribuição geográfica das publicações não apenas revela concentrações de pesquisa em determinados países, mas também evidencia a diversidade e dispersão das contribuições ao conhecimento científico. Esse panorama global auxilia na identificação de colaborações internacionais, preenchimento de lacunas na pesquisa e fortalecimento de redes acadêmicas entre países com diferentes níveis de produção científica.

3.5 Termos e Tópicos Chave

A Figura 14 é uma nuvem de palavras e termos que representa os principais temas relacionados ao campo. A nuvem é organizada de acordo com a frequência com que cada palavra ou frase aparece no resumo dos 58 artigos selecionados para o estudo.

Figura 14 Nuvem Principais Palavras e Termos



Fonte: *Biblioshiny*,2024

As palavras e frases mais frequentes são maiores e mais visíveis. A nuvem de palavras revela alguns pontos-chave: o termo mais frequente na nuvem de palavras é "*voluntary disclosure*" (divulgação voluntária), indicando que esse é um tema central nos artigos de estudo; há uma forte ênfase em previsões de ganhos, indicada pelos termos "*earnings forecasts*" , "*management earnings*", "*earnings Guidance*", e "*earnings forecast*". Isso sugere que a divulgação voluntária está relacionada à comunicação de informações sobre ganhos (lucros); "*Information asymmetry*" (assimetria de informação) indicando que a divulgação voluntária desempenha um papel na redução dessa assimetria entre diferentes partes interessadas; "*Site visits*" (visitas ao local) e "*foreign institutional*" (institucional estrangeiro) são mencionados, sugerindo uma possível conexão entre a origem dos investidores institucionais e as visitas ao local das empresas; "*Bad news*" (notícias ruins) e "*litigation risk*" (risco de litígio) aparecem, indicando que a divulgação voluntária está relacionada à gestão de informações adversas e ao risco legal; "*Fund ownership*" (propriedade de fundos), "*corporate innovation*" (inovação corporativa) e "*hedge fund*" (fundo de hedge) são mencionados, sugerindo uma possível relação entre a propriedade de fundos, inovação corporativa e a divulgação voluntária; "*Disclosure*

quality" (qualidade da divulgação) é destacado, indicando que parte dos artigos selecionados abordam a avaliação da qualidade da divulgação voluntária.

Essas observações oferecem uma visão abrangente dos temas e áreas de interesse nos artigos estudados. O entendimento desses temas é importante para o campo bem como para outras partes interessadas, como empresas, reguladores e governos.

4 CONCLUSÃO

Este estudo forneceu uma visão abrangente da evolução, influências, tendências e dinâmicas no campo de pesquisa sobre investidores institucionais, governança corporativa e a divulgação de *guidance*. Identificou-se uma tendência crescente no número de publicações e citações ao longo dos anos, indicando a relevância e o reconhecimento do campo, sugerindo um desenvolvimento contínuo do tema e um aumento do interesse acadêmico e prático pelo *guidance*.

A pesquisa sobre *guidance* iniciou-se com foco em fundamentos teóricos, como a Teoria do *Disclosure* Voluntário e os efeitos da assimetria de informação. Gradativamente, expandiu-se tematicamente para investigar a influência dos investidores institucionais e das práticas de governança na qualidade e na propensão a fazer as divulgações. Estudos recentes abordam tópicos como a precisão das previsões e os impactos culturais e regulatórios nos padrões de divulgação, evidenciando uma diversificação do campo e uma crescente inter-relação entre os temas.

Anteriormente, o foco predominava na compreensão dos efeitos econômicos e informativos do *guidance*, enquanto hoje os estudos destacam a complexidade das interações entre investidores institucionais e governança corporativa. Pesquisas recentes exploram, por exemplo, como investidores institucionais estrangeiros contribuem para práticas mais robustas de divulgação, mesmo em mercados menos desenvolvidos, e a relação entre práticas de governança e a mitigação de conflitos de agência.

O estudo também destacou autores e trabalhos influentes, revelando contribuições significativas de pesquisadores como Cheng Q, Chen X, Karamariou e Hirst. A presença de autores com origens culturais diversas indica uma dimensão internacional na pesquisa,

contribuindo para a riqueza e diversidade do campo. A contribuição de autores como Frankly e Ajinkya B na construção do discurso no campo é notável. A presença de um número limitado de publicações sugere uma área de estudo em expansão e cada vez mais significativa.

Os Estados Unidos lideram as pesquisas neste campo. A colaboração científica é mais frequente entre países desenvolvidos, mas também há casos de colaboração entre países em desenvolvimento, refletindo a interconectividade global na pesquisa sobre o tema estudado.

A pesquisa sobre *guidance* no Brasil ainda é incipiente, apesar da presença significativa de investidores institucionais e da crescente demanda por transparência e boas práticas de governança corporativa. Pesquisas futuras devem aprofundar a análise sobre como investidores institucionais e mecanismos de governança corporativa influenciam a divulgação de *guidance*. No Brasil, essas relações ainda são pouco exploradas, tornando essencial o estudo de fatores que motivam ou inibem essa prática.

Comparações entre mercados desenvolvidos e emergentes podem revelar como diferentes estruturas de propriedade, níveis de governança e ambientes regulatórios afetam essa dinâmica. Investigar essas variações ajudaria a compreender se os investidores institucionais exercem influência de forma similar em diferentes contextos e como as empresas ajustam suas práticas de transparência.

Ampliar a análise para outros mercados emergentes permitiria avaliar se os padrões identificados no Brasil se repetem. Além disso, incluir variáveis como porte da empresa, setor de atuação e qualidade da informação contábil ajudaria a entender melhor os fatores que moderam essa relação. Outra abordagem relevante seria examinar os canais pelos quais investidores institucionais e mecanismos de governança incentivam ou desestimulam a divulgação de *guidance*, como a participação no conselho ou a adoção de políticas de transparência.

Este estudo permitiu mapear fontes de pesquisa e de conhecimento, oferecendo uma base sólida para direcionar novas pesquisas, incluindo aquelas de natureza quantitativa. Também identificou a conectividade entre investidores institucionais, governança corporativa e previsões financeiras (*guidance*) como um tema pouco explorado, reforçando a importância de se investigar essa relação para a compreensão das dinâmicas e interações no campo de estudo.

Como toda pesquisa, este estudo apresenta algumas limitações. A análise foi baseada em dados disponíveis até o momento da pesquisa, o que exclui trabalhos recentes ou em andamento. Além disso, a dependência de bases de dados específicas limitou a abrangência dos resultados, uma vez que nem todas as publicações relevantes estão indexadas nessas fontes.

5 REFERÊNCIAS

- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343–376. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2005.00174.x>
- Baik, B., Kim, J.-M., Kim, K., & Patro, S. (2020). Hedge fund ownership and voluntary disclosure. *REVIEW OF QUANTITATIVE FINANCE AND ACCOUNTING*, 54(3), 877–910. <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00810-x>
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *JOURNAL OF FINANCE*, 69(5), 2237–2278. <https://doi.org/10.1111/jofi.12180>
- Bardhan, I., Lin, S., & Hao, L. (2023). Internal audit function and the precision and accuracy of management forecasts. *JOURNAL OF MANAGEMENT AND GOVERNANCE*, 27(4), 1339–1365. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09640-x>
- Brochet, F., Loumioti, M., & Serafeim, G. (2015). Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia. *REVIEW OF ACCOUNTING STUDIES*, 20(3), 1122–1163. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9329-8>
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171. <https://doi.org/10.2307/2672914>
- Chan, H., Faff, R., Khan, A., & Mather, P. (2013). Exploring the Moderating Role of Growth Options on the Relation between Board Characteristics and Management Earnings Forecasts.

CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW, 21(4), 314–333.
<https://doi.org/10.1111/corg.12027>

Chapple, L., Dunstan, K., & Truong, T. P. (2018). Corporate governance and management earnings forecast behaviour: Evidence from a low private litigation environment. *PACIFIC ACCOUNTING REVIEW*, 30(2), 222–242. <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2016-0081>

Chapple, L., & Truong, T. P. (2015). Continuous disclosure compliance: does corporate governance matter? *ACCOUNTING AND FINANCE*, 55(4), 965–988. <https://doi.org/10.1111/acfi.12071>

Chen, X., Cheng, C. S. A., Xie, J., & Yang, H. (2022). Private communication and management forecasts: Evidence from corporate site visits. *CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW*, 30(4), 482–497. <https://doi.org/10.1111/corg.12419>

Cheng, Q., Luo, T., & Yue, H. (2013). Managerial Incentives and Management Forecast Precision. *ACCOUNTING REVIEW*, 88(5), 1575–1602. <https://doi.org/10.2308/accr-50506>

Core, J. E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 441–456. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00036-2](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00036-2)

Guan, Y., Wang, Z., Wong, M. H. F., & Xin, X. (2022). Language and Management Forecasts Around the World*. *CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH*, 39(1), 50–86. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12718>

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature \$. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 31).

Hirst, D. E., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *ACCOUNTING HORIZONS*, 22(3), 315–338. <https://doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>

- Hui, K. W., & Matsunaga, S. R. (2015). Are CEOs and CFOs Rewarded for Disclosure Quality? *ACCOUNTING REVIEW*, *90*(3), 1013–1047. <https://doi.org/10.2308/accr-50885>
- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*, *43*(3), 453–486. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00177.x>
- Ke, R., Li, M., & Zhang, Y. (2020). Directors' Informational Role in Corporate Voluntary Disclosure: An Analysis of Directors from Related Industries. *CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH*, *37*(1), 392–418. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12522>
- Kumar, P., Langberg, N., & Sivaramakrishnan, K. (2012). Voluntary Disclosures, Corporate Control, and Investment. *Journal of Accounting Research*, *50*(4), 1041–1076. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00454.x>
- Li, C., Wu, K., & Wu, J. (2017). A bibliometric analysis of research on haze during 2000–2016. In *Environmental Science and Pollution Research* (Vol. 24, Issue 32, pp. 24733–24742). Springer Verlag. <https://doi.org/10.1007/s11356-017-0440-1>
- Li, X., & Yang, H. I. (2016). Mandatory Financial Reporting and Voluntary Disclosure: The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Management Forecasts. *ACCOUNTING REVIEW*, *91*(3), 933–953. <https://doi.org/10.2308/accr-51296>
- Liu, W. (2019). The data source of this study is Web of Science Core Collection? Not enough. *Scientometrics*, *121*(3), 1815–1824. <https://doi.org/10.1007/s11192-019-03238-1>
- Mongeon, P., & Paul-Hus, A. (2016). The journal coverage of Web of Science and Scopus: a comparative analysis. *Scientometrics*, *106*(1), 213–228. <https://doi.org/10.1007/s11192-015-1765-5>
- Norris, M., & Oppenheim, C. (2007). Comparing alternatives to the Web of Science for coverage of the social sciences' literature. *Journal of Informetrics*, *1*(2), 161–169. <https://doi.org/10.1016/j.joi.2006.12.001>

- Odriozola-Fernández, I., Berbegal-Mirabent, J., & Merigó-Lindahl, J. M. (2019). Open innovation in small and medium enterprises: a bibliometric analysis. In *Journal of Organizational Change Management* (Vol. 32, Issue 5, pp. 533–557). Emerald Group Holdings Ltd. <https://doi.org/10.1108/JOCM-12-2017-0491>
- Paulo, S. (2009). *O USO DE INFORMAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS POR ANALISTAS DE INVESTIMENTO NA AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS ADRIANO PICCHI NEVES.*
- Preussner, N. A., & Aschauer, E. (2022). The Accuracy and Informativeness of Management Earnings Forecasts: A Review and Unifying Framework. *ACCOUNTING PERSPECTIVES*, 21(2, SI), 273–330. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12294>
- Tsang, A., Xie, F., & Xin, X. (2019). Foreign Institutional Investors and Corporate Voluntary Disclosure Around the World. *ACCOUNTING REVIEW*, 94(5), 319–348. <https://doi.org/10.2308/accr-52353>
- Verrecchia, R. E. (1983). DISCRETIONARY DISCLOSURE*. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 5).
- Wang, Z., Zhang, Z., & Zhang, H. (2019). Can Institutional Investors Improve Voluntary Management Earnings Forecasts? *EMERGING MARKETS FINANCE AND TRADE*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1613644>
- Yang, D., Wang, J., & Chen, H. (2021). Earnings *guidance*: market pressure or corporate governance? Evidence from corporate innovation in China. *NANKAI BUSINESS REVIEW INTERNATIONAL*, 12(3), 409–433. <https://doi.org/10.1108/NBRI-11-2020-0060>

6 APÊNDICE

Relação de artigos selecionados para o estudo bibliométrico

	Nome do Artigo	Autores	Ano de publicação
1.	<i>The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: Empirical evidence from Czech annual reports</i>	Makhija, AK; Patton, JM	2004
2.	<i>The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis</i>	Karamanou, I; Vafeas, N	2005
3.	<i>Management Earnings Forecasts: A Review and Framework</i>	Hirst, DE; Koonce, L; Venkataraman, S	2008
4.	<i>Do family firms provide more or less voluntary disclosure?</i>	Chen, S; Chen, X; Cheng, Q	2008
5.	<i>The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms' disclosure decisions</i>	Heitzman, S; Wasley, C; Zimmerman, J	2010
6.	<i>Legal Liability Coverage and Voluntary Disclosure</i>	Wynn, JP	2010
7.	<i>Firm Disclosure Policy and the Choice Between Private and Public Debt</i>	Dhaliwal, DS; Khurana, IK; Pereira, R	2011
8.	<i>Disaggregating Management Forecasts to Reduce Investors' Susceptibility to Earnings Fixation</i>	Elliott, WB; Hobson, JL; Jackson, KE	2011
9.	<i>Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles</i>	Yang, HI	2012
10.	<i>Earnings Non-Synchronicity and Voluntary Disclosure</i>	Gong, GJ; Li, LY; Zhou, L	2013
11.	<i>Managerial Incentives and Management Forecast Precision</i>	Cheng, Q; Luo, T; Yue, H	2013
12.	<i>Exploring the Moderating Role of Growth Options on the Relation between Board Characteristics and</i>	Chan, H; Faff, R; Khan, A; Mather, P	2013

	<i>Management Earnings Forecasts</i>		
13.	<i>Forward-Looking Voluntary Disclosure in Proxy Contests</i>	Baginski, SP; Clinton, SB; McGuire, ST	2014
14.	<i>Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure</i>	Balakrishnan, K; Billings, MB; Kelly, B; Ljungqvist, A	2014
15.	<i>Management Guidance Pre- and Post-Restatement</i>	Gordon, EA; Henry, E; Li, XD; Sun, LL	2014
16.	<i>Large shareholders and disclosure strategies: Evidence from IPO lockup expirations</i>	Ertimur, Y; Sletten, E; Sunder, J	2014
17.	<i>Board Effectiveness and the Voluntary Disclosure of Climate Change Information</i>	Ben-Amar, W; McIlkenny, P	2015
18.	<i>Continuous disclosure compliance: does corporate governance matter?</i>	Chapple, L; Truong, TP	2015
19.	<i>Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia</i>	Brochet, F; Loumiotis, M; Serafeim, G	2015
20.	<i>Are CEOs and CFOs Rewarded for Disclosure Quality?</i>	Hui, KW; Matsunaga, SR	2015
21.	<i>Career Concerns and Management Earnings Guidance</i>	Pae, S; Song, CJ; Yi, AC	2016
22.	<i>Mandatory Financial Reporting and Voluntary Disclosure: The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Management Forecasts</i>	Li, X; Yang, HI	2016
23.	<i>The Effect of Board Independence on Information Asymmetry</i>	Goh, BW; Lee, J; Ng, J; Yong, KO	2016
24.	<i>Ownership structure and disclosure quality: Evidence from management forecasts revisions in Japan</i>	Nagata, K; Nguyen, P	2017
25.	<i>Shareholder activism and voluntary disclosure</i>	Bourveau, T; Schoenfeld, J	2017
26.	<i>Does the cessation of quarterly earnings guidance reduce investors' short-termism?</i>	Kim, Y; Su, LX; Zhu, XD	2017

27.	<i>Product Market Competition and Managerial Disclosure of Earnings Forecasts: Evidence from Import Tariff Rate Reductions</i>	Huang, Y; Jennings, R; Yu, Y	2017
28.	<i>The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds</i>	Schoenfeld, J	2017
29.	<i>Management earnings forecasts, managerial incentives, and risk-taking</i>	Albring, SM; Xu, XL	2018
30.	<i>The Issuance and Informativeness of Management Long-Term Earnings Growth Forecasts</i>	Faurel, L; Haight, TD; Simon, A	2018
31.	<i>Credit Default Swaps and Managers' Voluntary Disclosure</i>	Kim, JB; Shroff, P; Vyas, D; Wittenberg-Moerman, R	2018
32.	<i>Corporate governance and management earnings forecast behaviour: Evidence from a low private litigation environment</i>	Chapple, L; Dunstan, K; Truong, TP	2018
33.	<i>Cross-Listings and Voluntary Disclosure: International Evidence</i>	Chen, L; Dong, YS; Ng, J; Tsang, A	2019
34.	<i>Foreign Institutional Investors and Corporate Voluntary Disclosure Around the World</i>	Tsang, A; Xie, F; Xin, XG	2019
35.	<i>Can Institutional Investors Improve Voluntary Management Earnings Forecasts?</i>	Wang, ZK; Zhang, ZH; Zhang, H	2019
36.	<i>Disclosure incentives when competing firms have common ownership</i>	Park, J; Sani, J; Shroff, N; White, H	2019
37.	<i>Information leakage of ADRs Prior to company issued guidance</i>	Agapova, A; Madura, J; Volkov, N	2020
38.	<i>Does religiosity enhance the quality of management earnings forecasts?</i>	Chourou, L; He, L; Zhong, LG	2020
39.	<i>Carbon performance and disclosure: A systematic review of governance-related</i>	Velte, P; Stawinoga, M; Lueg, R	2020

	<i>determinants and financial consequences</i>		
40.	<i>Hedge fund ownership and voluntary disclosure</i>	Baik, B; Kim, JM; Kim, K; Patro, S	2020
41.	<i>Directors' Informational Role in Corporate Voluntary Disclosure: An Analysis of Directors from Related Industries</i>	Ke, RH; Li, M; Zhang, Y	2020
42.	<i>IFRS adoption, corporate governance and management earnings forecasts</i>	Hlel, K; Kahloul, I; Bouzgarrou, H	2020
43.	<i>Voluntary disclosure of accounting ratios and firm-specific characteristics: the case of GCC</i>	Haddad, AE; Shibly, FB; Haddad, R	2020
44.	<i>The inclination to public disclosure of financial forecasts by companies listed on the Warsaw Stock Exchange in times of mobile life</i>	Sosnowski, T; Wawryszuk-Misztal, A	2020
45.	<i>Earnings guidance: market pressure or corporate governance? Evidence from corporate innovation in China</i>	Yang, DG; Wang, JN; Chen, HW	2021
46.	<i>Characteristics and Implications of Long-Term Earnings Guidance</i>	Call, AC; Esplin, AM; Miao, B	2021
47.	<i>Do Innovative Firms Communicate More? Evidence from the Relation between Patenting and Management Guidance</i>	Huang, S; Ng, J; Ranasinghe, T; Zhang, MY	2021
48.	<i>The Accuracy and Informativeness of Management Earnings Forecasts: A Review and Unifying Framework</i>	Preussner, NA; Aschauer, E	2022
49.	<i>The Role of Executive Risk-Taking Incentives in Voluntary Disclosure Accuracy</i>	Baginski, SP; Campbell, JL; Moon, JR; Warren, JD	2022
50.	<i>Private communication and management forecasts: Evidence from corporate site visits</i>	Chen, XQ; Cheng, CSA; Xie, J; Yang, HY	2022

51.	<i>Language and Management Forecasts Around the World</i>	Guan, YY; Wang, Z; Wong, MHF; Xin, XA	2022
52.	<i>The dramaturgy of earnings guidance: an institutional analysis of a soft landing</i>	King, TA; Fogarty, TJ	2022
53.	<i>Voluntary disclosure and corporate innovation</i>	Chen, SS; Huang, CW; Hwang, CY; Wang, YZ	2022
54.	<i>The effect of firm-specific litigation risk on independent director conservatism</i>	Liu, GP; Sun, J	2022
55.	<i>CEO career concerns and the precision of management earnings forecasts</i>	Ding, KX; Jaggi, B	2022
56.	<i>Institutional investors' corporate site visits and firm management earnings forecasts</i>	Gao, KJ; Wang, MY; Zhang, RY	2023
57.	<i>Internal audit function and the precision and accuracy of management forecasts</i>	Bardhan, I; Lin, S; Hao, LZ	2023
58.	<i>Signaling Under Threat: Evidence of Voluntary Disclosure in Contested Takeovers</i>	Lobo, GJ; Xie, KZ; Yan, CJ	2023

Elaborado pelo autor, 2024

PARTE 2

PARTE 2 - A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE *GUIDANCE* NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

RESUMO

Com o crescimento do mercado de capitais brasileiro, a transparência na divulgação de informações corporativas se torna cada vez mais relevante. Este estudo verificou se há influência dos investidores institucionais e da governança corporativa na decisão das empresas brasileiras de divulgar as informações de previsões financeiras, conhecidas como *guidance* no Brasil. Utilizou-se como amostra dados de empresas listadas na B3, no período de 2019 a 2023, e aplicou a técnica de regressão logística com dados em painel. A pesquisa tem foco na análise desta relação, com utilização de uma abordagem quantitativa, com coleta de dados a partir de formulários de referência publicados pelas empresas na B3 e da fonte secundária plataforma “Refinitiv”. Os resultados mostraram que a participação de investidores institucionais não apresentou influência estatisticamente significativa sobre a probabilidade de divulgar o *guidance*, enquanto aquelas com melhor governança e maior endividamento apresentaram maior propensão à divulgação. O BNDES destacou-se como indutor de transparência. Estes resultados reforçam a necessidade de novas pesquisas para explorar causalidades e particularidades desta influência no mercado brasileiro.

Palavras-chave: Investidores Institucionais, divulgação, *guidance*, governança corporativa.

ABSTRACT

With the growth of the Brazilian capital market, transparency in corporate information disclosure has become increasingly relevant. This study examined whether institutional investors and corporate governance influence the decision of Brazilian companies to disclose financial forecasts, known in Brazil as guidance. The sample consisted of data from companies listed on B3 between 2019 and 2023, and the analysis employed panel data logistic regression. The research focused on analyzing this relationship using a quantitative approach, with data collected from reference forms published by companies on B3 and the Refinitiv platform as a secondary source. The results showed that the participation of institutional investors did not have a statistically significant influence on the probability of guidance disclosure, while companies with stronger governance and higher levels of debt were more likely to disclose such information. The BNDES stood out as a driver of transparency. These findings highlight the need for further research to explore causalities and the specific characteristics of this influence in the Brazilian market.

Keywords: Institutional investors, disclosure, guidance, corporate governance.

1. INTRODUÇÃO

Com o avanço da tecnologia e o aumento da concorrência, a informação tornou-se um ativo estratégico essencial para as empresas modernas. Sua qualidade e precisão são fundamentais para avaliar o desempenho corporativo e construir relações de confiança com investidores e demais *stakeholders*. Nesse contexto, a transparência informacional assume papel central, sendo fortemente influenciada pelos investidores institucionais (King & Fogarty, 2022).

Dentre as práticas de divulgação voluntária, destaca-se o *guidance* — projeções ou previsões financeiras realizadas pelas empresas. Esta prática tem ganhado relevância global como instrumento para mitigar a assimetria informacional entre gestores e investidores, ao fornecer previsões claras e específicas que auxiliam no monitoramento e avaliação do desempenho corporativo (Healy & Palepu, 2001). A literatura sugere que a divulgação voluntária melhora a confiança dos investidores e fortalece os mecanismos de governança corporativa (Yang et al., 2021), atendendo à demanda por informações confiáveis, comparáveis e interpretáveis (King & Fogarty, 2022).

Além disso, pesquisas evidenciam que o *guidance* complementa as divulgações obrigatórias, oferecendo informações adicionais relevantes ao mercado. Contudo, sua adoção implica custos, riscos de responsabilização e desafios quanto à acurácia e cumprimento das projeções (Ben-Amar & McIlkenny, 2015; Consoni & Colauto, 2016; Karamanou & Vafeas, 2005).

O *guidance* insere-se, portanto, no debate investidores institucionais e governança corporativa. Estudos como o de Yang et al. (2021) apontam que a prática melhora a previsibilidade das ações empresariais, enquanto outras pesquisas destacam como a estrutura de propriedade e o grau de participação dos investidores institucionais afetam a decisão de divulgar projeções financeiras (Da Silva et al., 2021; Lin et al., 2024; Wang et al., 2019).

Os investidores institucionais, pela sua capacidade de influenciar as empresas, desempenham papel relevante na disseminação de boas práticas de governança e transparência (Bushee & Noe, 2000). Sua atuação pode aumentar a liquidez das ações, reduzir a volatilidade e promover maior confiança do mercado. No entanto, a literatura também evidencia resultados contraditórios: enquanto alguns estudos apontam que sua presença reduz a divulgação de

guidance (Celik et al.; 2006), outros mostram o efeito oposto, com a pressão desses investidores estimulando maior frequência e qualidade na divulgação de projeções (Ajinkya et al., 2005; Haddad et al., 2020).

No Brasil, essa discussão é ainda incipiente. Apesar do crescimento da participação de investidores institucionais — que responderam por 28,41% do volume negociado na B3 em janeiro de 2024 (B3, 2024) — e do avanço das práticas de governança corporativa, não há estudos consolidados que expliquem como esses fatores interagem para influenciar a adoção do *guidance*.

A lacuna torna-se ainda mais relevante diante da evolução do mercado brasileiro: Macedo Neto et al. (2014) identificaram que 41,9% das empresas brasileiras adotavam o *guidance* em 2013, percentual que subiu para 48,21% em 2019, segundo Da Silva et al. (2021). Assim, compreender a influência combinada de investidores institucionais e governança corporativa sobre o *guidance* é fundamental para investidores, gestores e reguladores.

Portanto, a questão central desta pesquisa é: Como a participação de investidores institucionais e a governança corporativa influenciam a decisão das empresas brasileiras em divulgar projeções financeiras (*guidance*)?

Nosso objetivo é preencher esta lacuna ao investigar como esses dois fatores — investidores institucionais e governança corporativa — afetam a propensão das empresas brasileiras a adotar o *guidance* como uma prática de divulgação voluntária. Além disso, pretendemos contribuir para o entendimento das práticas de transparência no Brasil, onde as dinâmicas de mercado e governança apresentam características distintas de mercados mais maduros, como o americano e o chinês (Bourveau & Schoenfeld, 2017; Baginski et al., 2014; Wang et al., 2019; Lin et al., 2024).

Esta pesquisa também se apoia em uma revisão bibliométrica que evidencia a relevância de autores como Karamanou & Vafeas (2005) e Hirst et al. (2008), reforçando o ineditismo da abordagem no contexto brasileiro.

A pesquisa está estruturada da seguinte maneira: literatura relacionada, onde são apresentados os conceitos e teorias essenciais para fornecer uma base sólida ao estudo; seguido pela metodologia, onde é detalhado o desenho da pesquisa, as fontes de dados utilizadas, os procedimentos de coleta e análise de dados; em seguida, os resultados e discussão, que

compreendem a apresentação e análise aprofundada dos achados, suas implicações e possíveis interpretações; a conclusão sintetiza os principais achados da pesquisa, reconhecendo suas limitações e sugerindo caminhos para futuras investigações; por fim, as contribuições enfatizam os benefícios do estudo para o avanço da área de conhecimento e sua relevância prática para profissionais e organizações.

2. LITERATURA RELACIONADA

A teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) aborda a relação entre os gestores de uma empresa (agentes) e os proprietários (principais) em um contexto de incerteza e monitoramento imperfeito. Os custos de agência surgem devido aos conflitos de interesses entre os gestores, que buscam maximizar sua própria utilidade, e os proprietários, que desejam a maximização de suas riquezas.

A relação entre investidores institucionais e empresas emissoras de *guidance* é importante no mercado financeiro, onde os interesses dos investidores e das organizações nem sempre estão alinhados. Nesse sentido, a teoria da agência de Jensen e Meckling oferece um arcabouço conceitual valioso para compreender os potenciais conflitos de interesses e os mecanismos de governança que influenciam essa dinâmica.

Ao analisar os conflitos de interesses entre investidores institucionais e gestores, é essencial considerar como os incentivos dos investidores diferem dos objetivos de longo prazo das organizações. A teoria da agência destaca a importância de estruturas de governança eficazes para mitigar os custos de agência e promover a transparência e a prestação de contas.

Segundo King & Fogarty (2022), a teoria da agência destaca a importância da transparência e da comunicação eficaz entre gestores e investidores para mitigar os conflitos inerentes às relações de agência. O conteúdo do *guidance*, incluindo a precisão das previsões, atua como um moderador na relação entre empresas e investidores institucionais, influenciando a confiança e as decisões de investimento (King & Fogarty, 2022).

Portanto, ao unir as ideias da teoria da agência de Jensen e Meckling a uma pesquisa sobre como os investidores institucionais e governança corporativa afetam o *guidance* das empresas brasileiras, conseguimos fazer uma análise dos conflitos de interesses que formam essa relação.

2.1 A referência “CODIM”

As publicações de *guidance* no Brasil tiveram início em 2000, sendo posteriormente regulamentadas pelos princípios descritos no Pronunciamento de Orientação número 4 do CODIM, em 2008. Esse pronunciamento destacou a importância das melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro das empresas – *Guidance*, enfatizando a necessidade de padronização na divulgação como uma forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e governança corporativa. Em 2001, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabeleceu a Instrução número 480, que reconhece o *guidance* como uma divulgação voluntária a ser incluída no Formulário de Referência das empresas na B3, devendo ser acompanhada das premissas relevantes, parâmetros e metodologias adotadas.

O conceito de *guidance*, oriundo dos mercados financeiro e de capitais norte-americanos, é compreendido como uma forma de "orientação" fornecida pelas empresas sobre seu desempenho futuro, visando alinhar as expectativas do mercado com a realidade da empresa e orientar diversos públicos, incluindo acionistas, investidores e profissionais da mídia (CODIM, 2008).

Ainda segundo o CODIM (2008), a prática do *guidance*, embora opcional, exige cautela para evitar expectativas inadequadas dos investidores e possíveis problemas com órgãos reguladores. Empresas que adotam o *guidance* devem garantir equidade, consistência e frequência nas divulgações, estabelecendo uma política específica que defina a frequência, tipo e período das projeções, além de restrições em momentos específicos. Essa política deve ser integrada à política de divulgação de atos e fatos relevantes e amplamente divulgada ao mercado para garantir disseminação equitativa e simultânea a todos os agentes. Para empresas com valores mobiliários em outros países, informações devem ser comunicadas aos reguladores locais.

Quanto à frequência da divulgação do *guidance*, esta deve seguir a regulamentação vigente, apresentando um confronto entre o realizado e o projetado nas demonstrações financeiras trimestrais. O período projetado deve abranger, sempre que possível, no mínimo 12 meses, e revisões devem ser realizadas conforme necessário, acompanhadas de justificativas para eventuais alterações. Em caso de eventos extraordinários que impactem diretamente nas

atividades ou resultados da empresa, é crucial dar plena publicidade ao fato, corrigindo as premissas do *guidance* e explicando os motivos para a alteração. Tais correções devem ser feitas sempre que houver divergência significativa entre as projeções e a realidade atual da empresa (CODIM, 2008).

Tanto a administração quanto a área de relações com investidores têm responsabilidades legais na divulgação do *guidance*, devendo estar cientes das implicações legais e da reputação da empresa. Especial atenção deve ser dada à divulgação de informações sobre desempenho futuro não auditadas ou revisadas por auditores independentes, considerando as implicações legais e regulatórias associadas a essas projeções financeiras (CODIM, 2008).

O conceito de divulgação voluntária, conforme argumentado por Verrecchia, (1983), propõe um equilíbrio entre a divulgação de notícias positivas e a retenção de notícias negativas. Essa dinâmica é motivada pelo desejo das empresas de manter uma imagem favorável no mercado, comunicando prontamente informações positivas enquanto omitem as desfavoráveis. Consoni & Colauto (2016) reforçam essa perspectiva, sugerindo que a omissão de informações negativas pode ser vantajosa, colocando as empresas em pé de igualdade com aquelas que não possuem informações desfavoráveis para divulgar.

A prática do *guidance* também se relaciona com a teoria da divulgação voluntária, pois ambas envolvem decisões estratégicas sobre quais informações compartilhar com o mercado. A CVM e o CODIM, através de suas orientações, tentam mitigar essa tendência ao sugerir transparência e regularidade na divulgação de *guidance*. No entanto, a realidade observada pelos estudos, como o de Consoni & Colauto (2016) mostra que a retenção de notícias negativas é uma prática comum que visa manter a competitividade e a confiança do mercado.

2.2 *Guidance* – Contexto Internacional

A prática do *guidance* tem sido objeto de estudo também em diversas partes do mundo, revelando informações importantes sobre os motivadores por trás dessa divulgação e seu impacto nos mercados financeiros. Nos Estados Unidos, estudos como o de Penman (1980) examinaram a relação entre as previsões de lucros e os valores das empresas, demonstrando que o *guidance* oferece informações relevantes para investidores, influenciando suas escolhas de portfólio. Ruland et al. (1990) investigaram os fatores associados à divulgação voluntária

de previsões de lucros, destacando a influência da estrutura de propriedade e das ofertas de capital nesse processo.

Miller & Piotroski (2000) exploraram os fatores que impulsionam a divulgação de informações prospectivas sobre lucros, revelando que empresas com notícias positivas, entre outros fatores, são mais propensas a fornecer orientações prospectivas. Estudos em outros países, como o conduzido por Kent & Ung (2003) na Austrália, também contribuíram para o entendimento das práticas de divulgação de informações prospectivas relacionadas a lucros, destacando a influência de fatores como o tamanho da empresa e a estabilidade dos lucros.

Em países como a Turquia e os Emirados Árabes Unidos, pesquisas como as de Celik et al. (2006) e Aljifri & Hussainey (2007) investigaram os fatores que influenciam a divulgação de informações prospectivas, revelando que características como tamanho da empresa e endividamento motivam as empresas a aumentar sua divulgação de informações prospectivas.

Em uma abordagem mais recente, Bardhan et al. (2023) investigaram a interligação entre a qualidade da função de auditoria interna e a precisão das previsões de ganhos gerenciais, evidenciando empiricamente a relevância da qualidade da auditoria interna como indicador da eficácia da governança corporativa.

Além disso, estudos como os de Hui & Matsunaga (2015) examinaram a relação entre a remuneração dos executivos e a qualidade das divulgações financeiras, evidenciando a importância da comunicação eficaz com investidores como uma responsabilidade valorizada pelos executivos.

2.3 *Guidance* – Contexto Brasileiro

No Brasil, o estudo desta prática ainda é recente e tem se configurado prioritariamente na verificação do seu nível de utilização e no estudo das características das empresas que a utilizam (Da Silva et al., 2021).

A literatura existente sobre a prática do *guidance* oferece uma compreensão abrangente das práticas, determinantes e consequências dessa divulgação no contexto brasileiro. Um dos estudos pioneiros nessa área foi conduzido por Brandão et al. (2014) que

exploraram o *guidance* em grandes empresas de capital aberto do Brasil. Empregando uma abordagem quali-quantitativa e fundamentados nas teorias institucional e da divulgação voluntária, os autores investigaram características como forma de apresentação, unidade de mensuração e precisão das estimativas do *guidance*. Suas descobertas indicaram que o *guidance* ainda é uma prática incipiente no mercado brasileiro, geralmente quantitativa, anual e voltada para o curto prazo, com influência do ambiente institucional nas decisões de divulgação.

Brandão et al. (2013) conduziram uma investigação sobre os fatores determinantes do *disclosure* de *guidance* em empresas listadas na BM&FBovespa. Seu estudo destacou a influência de características específicas das empresas, como tamanho, rentabilidade, governança corporativa e setor de atuação, na decisão de divulgar *guidance*. Concluíram que a prática ainda é subutilizada e ressaltaram a necessidade de padronização e regulamentação para aumentar a transparência no mercado de capitais brasileiro.

A pesquisa sobre o perfil do *guidance* no Brasil revela vantagens como a redução da volatilidade no preço das ações e o aumento da confiança dos profissionais do mercado, mas também aponta desafios, como o risco de perda de credibilidade na administração (Brandão et al., 2013).

Macedo Neto et al. (2014) investigaram os fatores que motivam as empresas do Ibovespa a publicarem *guidance*, observando o cumprimento do Pronunciamento 04/2008 do CODIM. Seus resultados indicaram que fatores relacionados ao ambiente institucional e aos stakeholders incentivam a divulgação de perspectivas de resultados futuros, embora muitas empresas não atendam satisfatoriamente aos requisitos regulatórios.

No entanto, persistem desafios, como a adaptação às normas e a qualidade das divulgações. Nesse contexto, torna-se fundamental aprofundar as pesquisas para compreender com maior clareza os fatores que levam as empresas brasileiras a adotar essa prática e identificar seus principais determinantes.

2.4 Determinantes

Este estudo busca analisar fatores que podem influenciar a decisão das empresas em divulgar projeções financeiras (*guidance*). Entre esses fatores, a presença de investidores institucionais e a governança corporativa se destacam como pontos centrais da pesquisa.

Os investidores institucionais exercem influência relevante sobre as práticas de divulgação. Eles ocupam um papel importante no mercado e costumam pressionar as empresas por mais transparência. Bushee & Noe (2000) mostram que essa pressão pode aumentar a transparência e reduzir a volatilidade das ações. Outros estudos indicam que esses investidores tendem a estimular a divulgação de previsões financeiras mais frequentes e detalhadas, o que pode reduzir a assimetria de informações e reforçar a confiança no mercado (Ainkya et al., 2005; Wang et al., 2019; Bourveau & Schoenfeld, 2017). No Brasil, Brandão et al. (2013) apontam que a presença desses investidores também pode impactar a política de divulgação das empresas.

A governança corporativa também aparece como fator relevante para a divulgação de *guidance*. Práticas mais robustas de governança podem aproximar gestores e acionistas, promovendo mais transparência. Shleifer & Vishny (1997) argumentam que boas práticas de governança favorecem a abertura de informações. Estudos como os de Bushman et al. (2004) e Karamanou & Vafeas (2005) sugerem que empresas com estruturas de governança mais fortes tendem a divulgar projeções financeiras com maior frequência e precisão, o que pode reforçar a confiança dos investidores.

Além desses dois fatores centrais, outros aspectos também merecem atenção. A literatura sugere que empresas com altos níveis de endividamento podem divulgar mais informações, buscando reduzir a percepção de risco entre investidores (Haddad et al., 2020). Empresas maiores e mais lucrativas também costumam divulgar mais projeções, possivelmente em função da maior atenção do mercado e do interesse em destacar seus resultados (Healy & Palepu, 2001; Aljifri & Hussainey, 2007). A área de atuação da empresa também pode ter influência, já que setores como tecnologia e finanças costumam apresentar maior frequência de divulgação de *guidance*, devido ao ambiente mais dinâmico desses mercados (Chen et al., 2022). Por fim, a presença do BNDES, como investidor estatal, pode afetar as escolhas de divulgação, uma vez que seus interesses incluem metas estratégicas além do retorno financeiro (Bird & Karolyi, 2016; Useem, 1996).

Com base nesses estudos, a pesquisa busca avaliar como esses fatores podem se relacionar com a decisão das empresas brasileiras de divulgar projeções financeiras.

2.4.1 Alavancagem

A alavancagem, expressa pela relação entre dívida e patrimônio líquido, reflete a estrutura financeira da empresa. Níveis mais altos de alavancagem elevam o risco financeiro, o que pressiona as empresas a fornecerem informações mais detalhadas aos investidores. Jensen & Meckling (1976) argumentam que empresas altamente alavancadas enfrentam maiores custos de agência e, por isso, tendem a divulgar mais informações para reduzir a assimetria informacional e minimizar esses custos.

Estudos indicam que a alavancagem pode afetar as práticas de divulgação voluntária. Haddad et al. (2020) identificaram que empresas com maior alavancagem financeira tendem a divulgar mais informações contábeis, buscando reduzir os riscos percebidos pelos investidores e melhorar a transparência.

A presença de investidores institucionais acrescenta outra dimensão a essa relação. Esses investidores possuem capacidade analítica e conhecimento especializado, o que os torna mais exigentes quanto à qualidade das informações divulgadas. Lang & Lundholm (2000) observaram que, diante da necessidade de captar novos recursos, empresas alavancadas divulgam previsões financeiras mais detalhadas, especialmente quando há participação expressiva de investidores institucionais. Essa estratégia ajuda a alinhar as expectativas do mercado e manter o suporte financeiro necessário.

2.4.2 Tamanho da empresa

O tamanho da empresa, frequentemente medido pela sua capitalização de mercado ou pelo total de ativos, influencia significativamente suas práticas de divulgação. Segundo Healy & Palepu (2001), empresas maiores tendem a ter uma maior visibilidade no mercado e, portanto, enfrentam mais pressão para fornecer informações detalhadas e frequentes. A divulgação de previsões financeiras por grandes empresas é uma estratégia para reduzir a assimetria de informações e responder às expectativas de uma base diversificada de investidores. Gao et al. (2023) destacam que os padrões rigorosos de previsibilidade e governança em empresas de grande porte contribuem para a maior confiabilidade de suas projeções.

Empresas de grande porte também demonstram maior propensão para divulgar previsões financeiras voluntárias, conforme observado por Sosnowski & Wawryszuk-Misztal (2020). Esse comportamento é atribuído à maior experiência e histórico dessas empresas em fazer previsões, permitindo aprimoramento contínuo das técnicas ao longo do tempo. Brochet et al. (2015) corroboram essa visão, associando uma maior capitalização de mercado com previsões gerenciais mais precisas e menos otimistas.

Por outro lado, empresas em crescimento, com recursos limitados para previsão financeira, produzem previsões menos precisas. Wang et al. (2019) afirmam que o tamanho da empresa está diretamente relacionado à qualidade da divulgação de informações e à precisão das previsões financeiras. Essa relação é reforçada pelos achados de Baginski et al. (2022), que associam o porte da empresa à capacidade de coletar e processar informações de maneira eficaz, resultando em previsões mais precisas.

A presença de investidores institucionais também varia com o tamanho da empresa. Investidores institucionais frequentemente preferem investir em empresas maiores devido à maior liquidez e estabilidade financeira que essas empresas oferecem (Gompers & Metrick, 2001). Empresas grandes, ao atender às expectativas de seus investidores institucionais, tendem a adotar práticas de divulgação mais robustas e transparentes, incluindo previsões financeiras.

2.4.3 Rentabilidade

A rentabilidade, medida por indicadores como o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) ou o Retorno sobre Ativos (ROA), mostra como a empresa converte seus recursos em lucro. Empresas mais rentáveis conseguem atrair investidores com mais facilidade e manter a confiança do mercado. Healy & Palepu (2001) apontam que companhias com alta rentabilidade tendem a divulgar mais informações de forma voluntária, buscando sinalizar seu bom desempenho e reduzir a assimetria informacional.

Alguns estudos reforçam que a rentabilidade pode influenciar a qualidade e a frequência das previsões financeiras. Por exemplo, Chen et al. (2022) observaram que, embora o ROE tenha relação positiva com a divulgação, seu efeito tende a ser limitado como determinante direto das previsões financeiras. Esse resultado sugere que empresas com alto

ROE podem não priorizar o *guidance*, confiando no histórico de resultados para manter sua imagem junto ao mercado.

Além disso, Bushee & Noe (2000) explicam que investidores institucionais valorizam empresas com histórico de alta rentabilidade, associando-a à eficiência da gestão e a melhores perspectivas de crescimento. Nesse sentido, a rentabilidade pode influenciar a forma como essas empresas estruturam suas divulgações financeiras.

Outro ponto importante é que a rentabilidade pode atuar como um fator moderador no impacto da presença de investidores institucionais sobre a divulgação de previsões. Lang & Lundholm (1993) destacam que empresas com elevada rentabilidade e ampla base de investidores institucionais tendem a oferecer previsões financeiras mais precisas, buscando reforçar a confiança e a previsibilidade nas informações oferecidas.

2.4.4 Setor

Cada setor econômico apresenta características próprias, como regulamentações específicas, padrões de concorrência e diferentes níveis de volatilidade nos resultados financeiros. Esses fatores podem afetar tanto a capacidade quanto a disposição das empresas em divulgar previsões financeiras.

Estudos sugerem que a competição entre empresas, que varia de acordo com o setor, influencia a decisão de divulgar projeções financeiras. Huang et al. (2017) analisaram o impacto da concorrência setorial e mostram que mercados mais competitivos tendem a estimular maior divulgação, devido à necessidade de reduzir incertezas e melhorar o posicionamento estratégico.

Setores com alta demanda por capital, como os segmentos industrial e de saúde, também apresentam incentivos para divulgar projeções mais detalhadas. Isso se deve à necessidade de atrair investidores e reduzir riscos informacionais. Além disso, Chen et al., (2022) destacam que características do setor afetam a intensidade da divulgação de previsões financeiras, indicando que a dinâmica setorial pode incentivar ou inibir a prática.

Alguns setores operam sob regulamentações que exigem ou incentivam a divulgação de previsões financeiras. A inclusão da variável “setor” neste estudo é relevante

para captar esses efeitos regulatórios, que poderiam passar despercebidos em análises agregadas. Li & Yang (2016) mostram que mudanças regulatórias podem alterar a frequência e o detalhamento das previsões divulgadas pelas empresas, especialmente em setores sujeitos a regras específicas.

As expectativas do mercado também variam entre setores. Certos segmentos apresentam maior sensibilidade às projeções financeiras, enquanto outros mantêm uma postura mais conservadora. Análises setoriais, como a de Velte et al. (2020), reforçam que as práticas de divulgação dependem do contexto econômico de cada setor, sobretudo em temas como desempenho financeiro e sustentabilidade.

Considerar essas diferenças é essencial para compreender como fatores setoriais influenciam a divulgação de *guidance*.

2.4.5 Investidores institucionais e Guidance

Os investidores institucionais influenciam diretamente as práticas de divulgação de informações financeiras, incluindo o *guidance*. Eles costumam deter grandes fatias do capital das empresas e, por isso, monitoram de perto a gestão (Shleifer & Vishny, 1997). Essas instituições exigem mais transparência e responsabilidade. Entre as informações mais demandadas estão as projeções financeiras.

Bushee & Noe (2000) mostram que empresas com maior presença de investidores institucionais divulgam previsões financeiras com mais frequência. Esses investidores desejam informações atualizadas e confiáveis para acompanhar seus investimentos. Ajinkya et al. (2005) reforçam que a pressão desses investidores aumenta a frequência e a precisão das projeções. O objetivo principal é diminuir as incertezas sobre os resultados futuros.

Healy & Palepu (2001) explicam que empresas com ampla base de investidores institucionais enfrentam mais cobranças por informações detalhadas. M. Cheng et al. (2005) também destacam que a presença desses investidores eleva a qualidade das informações divulgadas, incluindo o *guidance*.

Mesmo assim, os estudos não chegam a um consenso sobre o impacto dos investidores institucionais na divulgação voluntária. Yang et al. (2021) citam a hipótese da supervisão ineficaz, que afirma que esses investidores nem sempre monitoram as empresas de

forma efetiva. Wang et al. (2019) e Hartzell & Starks (2002) afirmam que o impacto depende de fatores como experiência, recursos, envolvimento nas decisões e concentração das ações.

Os investidores institucionais mais ativos, como fundos de investimento, costumam pressionar as empresas de maneira mais firme. Baginski et al. (2014) apontam que previsões detalhadas ajudam investidores a entender melhor o desempenho e as estratégias da empresa.

King & Fogarty (2022) mostram que o *guidance* aproxima executivos e analistas de mercado. Os gestores compartilham suas expectativas com os analistas, que repassam essas informações ao mercado. Essa troca molda as expectativas de desempenho das empresas.

Chen et al. (2022) analisam outro ponto. Para os investidores institucionais, o *guidance* reduz a volatilidade das ações e torna as negociações mais previsíveis. Eles usam indicadores como a volatilidade das ações e os erros nas previsões de analistas para medir a assimetria informacional. O estudo aponta que investidores institucionais de curto prazo preferem informações que tragam ganhos rápidos. Já os de longo prazo focam em previsões mais consistentes (Lin et al., 2024)

O *guidance* também ajuda a reduzir o custo de captação de recursos. (Bushee & Noe (2000) e Botosan et al. (2000) mostram que empresas que divulgam mais informações enfrentam menores custos para atrair investidores. Esse efeito é ainda mais forte em empresas com grande presença de investidores institucionais.

O momento da divulgação também importa. Lang & Lundholm (2000) observam que as empresas costumam divulgar projeções financeiras antes de lançar novas ações no mercado. Essa estratégia busca alinhar as expectativas dos investidores com os planos da empresa.

A relação entre empresas e investidores institucionais cria um ciclo. As empresas divulgam mais informações para atrair esses investidores. Em troca, os investidores pressionam por maior transparência. Esse ciclo melhora a qualidade das informações disponíveis no mercado (Boone & White, 2015)

Sosnowski & Wawryszuk-Misztal (2020) mostram que investidores institucionais estrangeiros, em especial, pressionam fortemente as empresas por mais projeções financeiras. Eles exigem padrões mais altos de transparência, principalmente em mercados emergentes. Empresas com esses investidores tendem a divulgar mais metas e expectativas de lucros. Isso

ajuda a reduzir a assimetria de informações e a atrair mais capital. Os autores também ressaltam que investidores estrangeiros valorizam a precisão e a consistência das projeções financeiras.

No geral, os estudos revelam que investidores institucionais exercem forte influência sobre as práticas de divulgação das empresas. Eles cobram maior transparência, incentivam a adoção do *guidance* e contribuem para um mercado mais claro e confiável. No entanto, o impacto varia conforme o perfil de cada investidor e o contexto do mercado.

2.4.6 Governança corporativa e Guidance

A governança corporativa representa o sistema pelo qual as empresas são administradas e controladas, envolvendo práticas que garantem condutas transparentes, éticas e responsáveis (Khan, 2015). Empresas com boas práticas de governança tendem a adotar políticas mais claras de divulgação de informações. Bushman et al. (2004) destacam que uma governança eficaz está associada a maior transparência e divulgação de informações. Shleifer & Vishny, (1997) afirmam que bons mecanismos de governança alinham os interesses entre gestores e acionistas, o que aumenta a pressão por previsões financeiras detalhadas e precisas.

A governança corporativa desempenha importante papel na supervisão da qualidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas, e os investidores institucionais são peças-chave nesse processo. Liu & Sun (2022) enfatizam que esses investidores não apenas monitoram as práticas de governança, mas também influenciam diretamente a qualidade dos relatórios financeiros e as previsões financeiras associadas. Essa influência é particularmente importante em um ambiente onde a transparência e a confiança são essenciais para a estabilidade do mercado.

Goh et al. (2016) corroboram essa visão ao destacar que os investidores institucionais atuam como protetores dos interesses dos acionistas, promovendo a divulgação voluntária de informações. A transparência nas práticas de governança, incluindo a independência do conselho, é fundamental para reduzir a assimetria de informações, o que, por sua vez, fortalece a confiança dos investidores. A pesquisa de King & Fogarty (2022) também revela que a confiança dos investidores institucionais nas previsões financeiras é substancial, uma vez que eles dependem das orientações dos analistas para tomar decisões de investimento. Isso demonstra como as previsões financeiras influencia a moldagem do comportamento do

mercado, tornando-se um componente importante na formulação de estratégias de investimento.

Além disso, Karamanou & Vafeas (2005) reforçam a importância dos investidores institucionais na gestão de conflitos de agência. Eles argumentam que esses investidores têm a capacidade de avaliar as previsões de forma diferenciada, tanto entre empresas quanto ao longo do tempo. Essa avaliação crítica das previsões gerenciais contribui para mitigar conflitos de interesse com os acionistas, uma vez que os investidores institucionais exigem maior responsabilidade e transparência das empresas em que investem.

Já o estudo de Gao et al. (2023) discute como a presença de investidores institucionais impacta as previsões de lucros, destacando a importância da supervisão ativa na governança corporativa.

Portanto a eficácia da governança corporativa é fundamental para garantir que as previsões financeiras sejam não apenas precisas, mas também confiáveis. A pesquisa contínua nessa área é vital para entender melhor como esses mecanismos interagem e como são aprimorados para beneficiar todos os stakeholders envolvidos.

Com base na literatura revisada, percebe-se que o *guidance*, como prática de divulgação voluntária, desempenha um papel relevante na promoção da transparência e da previsibilidade. A Teoria da Agência sustenta este conceito, destacando a necessidade de mecanismos que alinhem os interesses entre gestores e investidores, reduzindo os custos de agência e promovendo maior eficiência na tomada de decisões.

No contexto brasileiro, regulamentações do CODIM e da CVM foram fundamentais para institucionalizar o *guidance*, contribuindo para maior confiabilidade das informações divulgadas. Contudo, o amadurecimento dessa prática ainda enfrenta desafios como a padronização e a adoção efetiva pelas empresas. Em mercados internacionais, estudos mostram que características como tamanho, rentabilidade e governança corporativa influenciam a propensão a divulgar e a qualidade do *guidance*, reforçando a importância de adaptar essas descobertas ao cenário brasileiro.

A presença de investidores institucionais é um catalisador para a adoção de boas práticas de governança corporativa e para a melhoria da qualidade do *guidance*. Eles pressionam por maior transparência, monitoram as práticas gerenciais e promovem a redução

da assimetria informacional. Estudos nacionais e internacionais indicam que empresas com maior presença desses investidores tendem a adotar políticas de divulgação mais robustas, alinhando as expectativas do mercado com suas estratégias corporativas.

2.4.7 BNDES

Alguns estudos destacam o papel do BNDES na promoção de práticas financeiras voltadas à previsão entre as empresas brasileiras. Embora o banco não exija formalmente a divulgação de previsões financeiras, seu modelo de financiamento — que demanda projeções detalhadas, definição de metas e prestação de contas — incentiva as empresas a estruturarem previsões financeiras mais consistentes e robustas.

Tortoli & Moraes (2016) analisaram o impacto dos financiamentos do BNDES sobre o saldo de caixa de empresas de capital aberto no Brasil, evidenciando a necessidade de previsões precisas sobre fluxos de recursos para lidar com esse tipo de crédito. De & Carrion, (2016) complementa essa discussão ao demonstrar que até micro e pequenas empresas, ao recorrerem ao BNDES, são levadas a apresentar previsões financeiras sólidas como condição para acessar os recursos.

Salvador (2017) utilizou modelos econométricos para avaliar os efeitos dos investimentos do banco no mercado, considerando variáveis preditivas. Seus resultados reforçam a ideia de que, embora o BNDES não imponha diretamente a publicação de previsões financeiras, suas exigências contratuais e seu modelo de apoio impulsionam práticas mais sofisticadas de previsão e divulgação financeira entre as empresas beneficiadas.

Em conjunto, esses estudos indicam que o BNDES desempenha, ainda que indiretamente, um papel relevante na disseminação de práticas de previsão financeira no setor empresarial brasileiro. Ao condicionar seus financiamentos à elaboração de planos estruturados e projeções claras, o banco contribui significativamente para o fortalecimento da gestão financeira das empresas, independentemente de seu porte ou segmento de atuação.

3. METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

Esta pesquisa é considerada exploratória e explicativa. Quanto à abordagem do problema, adota-se uma perspectiva quantitativa, conforme preconizado por Kwadwo Antwi & Hamza (2015), que utiliza análise de dados numéricos para compreender e prever fenômenos, enfatizando a coleta estruturada e a análise estatística.

3.2 Amostra

Nesta pesquisa, analisamos uma amostra final composta por 101 empresas listadas na B3. A base de dados inclui informações referentes ao período de 2019 a 2023. O painel utilizado no estudo é desbalanceado, uma vez que nem todas as empresas apresentaram informações completas para todos os anos analisados. Essa característica reflete as diferenças na disponibilidade de dados entre as companhias ao longo do tempo.

Empresas financeiras foram excluídas, devido suas operações e estruturas diferenciadas, alta regulamentação e *compliance*, perfis de risco e volatilidade distintos, e práticas contábeis específicas garantindo a comparabilidade e relevância dos dados conforme os objetivos e o escopo do estudo. A escolha das empresas listadas na B3 como amostra é justificada por sua relevância no mercado de capitais brasileiro, bem como pela ampla cobertura e interesse de investidores institucionais. O período de 2019 a 2023 foi escolhido devido ser o período com dados completos mais recente, que permite uma análise atualizada, garantindo a consistência metodológica e a relevância dos resultados. O período de 5(cinco) anos é considerado representativo, pois é suficiente para captar as variações sazonais e os ciclos naturais do fenômeno estudado, assegurando a estabilidade dos dados e minimizando flutuações assimétricas, além de ser suficiente para reconhecer tendências, observar mudanças graduais e avaliar ocorrências anômalas.

As empresas que não possuíam um score claro de governança corporativa foram excluídas da amostragem, uma vez que a ausência dessa informação dificulta a avaliação objetiva de suas práticas de governança. Sem esse parâmetro, não é possível assegurar o nível de transparência e alinhamento aos interesses dos acionistas, o que comprometeria a consistência das análises realizadas. Isso distorce a análise sobre o impacto dos investidores institucionais no *guidance*, pois o desempenho e a previsibilidade dessas empresas são influenciados por práticas internas inconsistentes. Dessa forma, optou-se por incluir na amostra

apenas empresas que apresentavam scores divulgados de governança corporativa, independentemente da qualidade atribuída. A inclusão dessas empresas permite assegurar que a análise seja conduzida com base em práticas de governança formalmente avaliadas, tornando o impacto analisado mais consistente e comparável entre os diferentes níveis de governança observados. A governança corporativa é essencial para a mitigação de conflitos de agência, aumento da transparência e melhoria na performance das empresas (Shleifer & Vishny, 1997).

Empresas com patrimônio líquido (PL) negativo — ou seja, com passivo a descoberto — foram excluídas da amostra. Essa exclusão se justifica pelo elevado risco financeiro que essas empresas enfrentam, o que compromete sua estabilidade no longo prazo. Além disso, tais condições financeiras podem influenciar de maneira atípica tanto o comportamento de investidores institucionais quanto o conteúdo e a propensão a divulgar o *guidance*. Assim, manter essas empresas na análise poderia distorcer os resultados e comprometer a representatividade da amostra em relação às empresas financeiramente saudáveis. Empresas com passivos elevados apresentam maior risco de insolvência, o que compromete suas capacidades de crescimento e inovação, fatores críticos para a confiança dos investidores institucionais (Jensen, 1986).

A coleta de dados deste estudo foi realizada por meio de pesquisa documental, utilizando os formulários de referência publicados pelas empresas na B3, bem como pesquisa secundária em uma plataforma (*Refinitiv, 2024*). Quanto à análise de dados, adotou-se o método da regressão logística para dados em painel, permitindo estimar a probabilidade de ocorrência de determinado evento (variável dependente) com base em sua relação com uma ou mais variáveis independentes.

As variáveis contínuas foram avaliadas por meio do Z-Score. Observações com valores superiores a três desvios padrão da média foram consideradas outliers e substituídas por NA. Em seguida, esses valores ausentes foram imputados com a média da variável correspondente. Foram identificados 15 outliers em Investidores institucionais, 6 em ROE e 2 em Tamanho. As variáveis Endividamento e Governança não apresentaram outliers. Esse procedimento visou reduzir distorções sem comprometer o tamanho da amostra.

3.3 Variáveis

A metodologia adotada foi inspirada em estudos anteriores, como Brandão et al. (2014); Brandão et al. (2013); Da Silva et al. (2021); Wang et al. (2019); Lin et al. (2024).

Quadro 1 – Descrição das variáveis

Variável	Descrição	Estimação	Fórmula/Localização
<i>Guidance</i>	Variável <i>dummy</i> que indica a publicação do <i>guidance</i>	Se a empresa i publica <i>guidance</i> no ano t, assume o valor 1; caso contrário, 0	Formulário de Referência da B3
Investidores institucionais	Percentual de participação nas ações ON que indica a existência de investidores institucionais entre os 5 maiores acionistas da empresa.	Percentual de Participação (Plataforma <i>Refinitiv</i>)	https://workspace.refinitiv.com/web/Apps/Corp/?s=AAAAA=RIC#/Apps/ownership-v2?view=shareholdersReport
Tamanho	Logaritmo natural do ativo (variável " <i>Total Assets – Actual</i> ")	Plataforma " <i>Refinitiv</i> "	Log Ativo Total
Governança	Variável associada ao score de governança corporativa (GC), considerando variável " <i>Governance Pillar Score</i> ".	Plataforma " <i>Refinitiv</i> "	Score
Rentabilidade (ROE)	Variável estimada com base na relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (variável " <i>Return on Equity</i> ")	Plataforma " <i>Refinitiv</i> "	Lucro líquido/Patrimônio Líquido
Endividamento	Variável estimada com base na relação entre a dívida de terceiros com o ativo (variável " <i>Total Debt - Actual</i> ")	Plataforma " <i>Refinitiv</i> "	Exigível Total/Ativo Total
Ano	Variável associada ao ano (variável binária) - (1 se sim, 0 caso contrário).	-	-
Setor	Variável associada ao setor (variável binária - 1 se pertence ao respectivo setor , 0 caso contrário).	Classificação " <i>TRBC Economic</i> " <i>Refinitiv Sector Name</i> " - Plataforma " <i>Refinitiv</i> "	

BNDES	Variável associada à presença do BNDES entre os 5 maiores investidores institucionais das empresas com posse de ações ON (variável binária) – (1 se sim, 0 caso contrário).	Plataforma “Refinitiv”	https://workspace.refinitiv.com/web/Apps/Corp/?s=AAAAA=RIC#/Apps/ownership-v2?view=shareholdersReport
-------	---	------------------------	---

Fonte: Elaborada pelo autor, 2024

O quadro 1 apresenta a variável “investidores institucionais”. Para fins desta pesquisa, investidores institucionais é uma entidade que, conforme o Estatuto Social da B3 e regulamentação da CVM, utiliza recursos próprios ou de terceiros para investir em valores mobiliários de companhias abertas. Inclui instituições como seguradoras, fundos de investimento, previdência privada e entidades filantrópicas, atuando conforme seus atos constitutivos e exigências legais.

3.4 Coleta de dados

Os dados foram coletados na plataforma Refinitiv e no formulário de referência das empresas listadas da B3 (vide tabela 1).

3.5 Modelo de Regressão

Para investigar a influência das variáveis deste estudo na relação entre o investidor institucional, governança corporativa e a divulgação do *guidance* por empresas brasileiras, utilizamos um modelo de regressão logística binomial. Este modelo foi aplicado a dados em painel, com o auxílio da função logit.

A técnica estatística de regressão logística binomial foi empregada para modelar a relação entre uma variável dependente binária (que possui dois possíveis resultados, como “sim” ou “não”) e uma ou mais variáveis independentes. Quando aplicada a dados em painel, esta técnica leva em consideração múltiplas observações ao longo do tempo para as mesmas unidades.

A função logit permite transformar probabilidades em uma escala linear e analisável. Isso facilita a modelagem e a interpretação da relação entre as variáveis independentes e a variável dependente binária.

Isso permite entender esta relação de influência ao longo de um período de cinco anos, correspondente ao período analisado.

Portanto, o modelo empírico da pesquisa foi o seguinte:

$$\begin{aligned} \textit{guidance} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{InvestidoresInstitucionais} + \beta_2 \cdot \text{GC} + \beta_3 \cdot \text{Tamanho} + \beta_4 \\ & \cdot \text{Rentabilidade} + \beta_5 \cdot \text{Endividamento} + \beta_6 \cdot \text{Ano} + \beta_7 \cdot \text{Setor} + \beta_8 \\ & \cdot \text{BNDES} + \epsilon \end{aligned}$$

- *Guidance*: representa a variável dependente que estamos tentando prever.
- Investidores Institucionais, governança corporativa, tamanho, rentabilidade, alavancagem, BNDES, ano e setor são as variáveis independentes.
- β_0 a β_8 são os coeficientes a serem estimados.
- ϵ é o termo de erro.

Onde:

- Intercepto (β_0): representa o valor base do *guidance* quando todas as outras variáveis são zero.
- Investidores institucionais (β_1): avalia o impacto da presença de investidores institucionais no *guidance*. Proporção de investidores institucionais.
- Governança corporativa (β_2): avalia o nível de governança das empresas. Representada no estudo pelo score "*Governance Pillar Score*" da plataforma *Refinitiv*.
- Tamanho (β_3): avalia como o tamanho da empresa afeta o *guidance*. Na pesquisa representado pelo logaritmo do total de ativos. Variável é "*Total Assets – Actual*" da plataforma *Refinitiv*.

- Rentabilidade (β_4): mede o efeito da rentabilidade da empresa no *guidance*. Aqui é representada pelo ROE (*Return on Equity*). Variável estimada com base na relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. A variável é “*Return on Equity*” da plataforma “*Refinitiv*”.
- Endividamento (β_5): mede o impacto do endividamento no *guidance*. Nível de endividamento da empresa estimado com base na relação entre a dívida de terceiros com o ativo, representada pela variável “*Total Debt - Actual*” da plataforma “*Refinitiv*”.
- Ano (β_6): associada ao ano de referência dos indicadores.
- Setor (β_7): mede como o setor afeta o *guidance*. Representado pela classificação “*TRBC Economic - Refinitiv Sector Name*” da plataforma “*Refinitiv*”.
- BNDES (β_8): avalia o impacto da presença do BNDES na publicação do *guidance* pelas empresas. Impacto do BNDES, como investidor institucional, nas publicações do *guidance* pelas empresas brasileiras.

Esta função logística modela levando em consideração fatores relacionados a investidores, governança corporativa, tamanho, rentabilidade, alavancagem, BNDES e setor ao longo de 5 anos distintos.

Em que “*guidance*” é a variável dependente; β_0 é o intercepto do modelo; e ϵ_i se refere ao erro do modelo. O quadro 1 descreve as variáveis independentes as quais se espera que possam ter relação com a ocorrência da divulgação do *guidance*. Para tal, será consultado site da B3, item 11 do Formulário de Referência referente aos anos de 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023 das empresas selecionadas, em que são divulgadas as projeções do exercício. A segunda coluna do quadro 1 descreve o tipo de variável a ser analisada, seguida de sua estimação.

3.6 Verificação de colinearidade entre variáveis explicativas

O modelo empírico desta dissertação foi usado para verificar se havia colinearidade entre as variáveis explicativas. Nosso objetivo foi garantir que os resultados da análise não fossem afetados por relações fortes entre essas variáveis.

O Fator de Inflação da Variância (VIF) foi calculado para cada variável independente. Para calcular os VIFs, usamos o pacote “*statsmodels*” da linguagem *Python*, que

permite medir a correlação entre variáveis explicativas. Essa abordagem facilitou a verificação de possíveis problemas de colinearidade no modelo. No primeiro teste, ocorreu colinearidade forte entre as variáveis que indicam o setor e o ano das empresas. Os valores do VIF estavam muito altos ou infinitos. Isso acontece quando usa todas as categorias dessas variáveis, sem deixar uma de fora como referência. Nesse caso, os dados acabam se repetindo, o que atrapalha os cálculos.

Para resolver isso, duas variáveis do modelo: "Serviços Públicos" (setor) e "Ano2019" (ano) foram retiradas. Depois dessa mudança, os testes foram refeitos. Todos os VIFs ficaram abaixo de 2. Isso mostra que as variáveis restantes não estão muito ligadas entre si e que o modelo é confiável.

Tabela 1 – Fatores de Inflação da Variância (VIF) após ajuste no modelo

Variável	VIF
Consumo cíclico	1.813
Tamanho	1.755
Tecnologia	1.730
Ano2023	1.712
Imobiliário	1.679
Ano2022	1.667
Ano2021	1.651
Consumo não cíclico	1.631
Ano2020	1.619
Industriais	1.616
Materiais básicos	1.513
Saúde	1.352
Energia	1.337
Investidores Institucionais	1.321
Governança	1.260
Serviços educacionais e acadêmicos	1.234
Endividamento	1.189
BNDES	1.162
ROE	1.052
const (constante do modelo)	99.852

Elaborado pelo autor

4. ANÁLISES E DISCUSSÕES

A tabela 2 apresenta uma tabela com a estatística descritiva da amostra utilizada na pesquisa.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Métrica	Investinst	Endiv	Governança	ROE	Tamanho (Logaritmo "Inat")
Média	0.117197	0.338280	39.445403	0.148907	9.624576
Desvio Padrão)	0.137024	0.175816	29.473669	0.646595	1.573210
Mínimo	0.000000	0.000000	0.000000	-4.988300	0.000000
25%	0.022300	0.215213	6.312057	0.035900	8.718225
(1° Quartil)					
50%	0.069570	0.328830	41.052572	0.116500	9.656615
(Mediana)					
75%	0.168929	0.452192	65.476190	0.195190	10.637163
(3° Quartil)					
Máximo	0.727595	0.816222	92.751323	10.996300	13.802850
Assimetria	1.958737	0.198756	-0.025905	9.027613	-1.499630
Curtose	4.221131	-0.338218	-1.333144	172.079764	8.261409

Elaborada pelo autor, 2024

A análise foi conduzida com um total de 505 observações para cada uma das variáveis independentes utilizadas no modelo e revelou variabilidade nas características das empresas estudadas. No caso dos investidores institucionais ("Investinst"), a média de 0,117 sugere uma presença baixa, mas a variação de 0 até 0,727 destaca que algumas empresas atraem significativamente mais esse tipo de investidor. A dispersão é ampla, com um desvio padrão de 0,137, indicando que, enquanto muitas empresas mantêm um nível modesto de participação de investidores institucionais, algumas apresentam uma taxa elevada.

Para o endividamento ("Endiv"), a média de 0,338 revela um perfil moderado entre as empresas, mas com variação entre 0 e 0,816. Esse intervalo indica que algumas empresas têm níveis de endividamento significativamente altos. O desvio padrão de 0,175 sugere que a

maioria das empresas mantém seu endividamento em torno da média, mas ainda há casos de endividamento substancial.

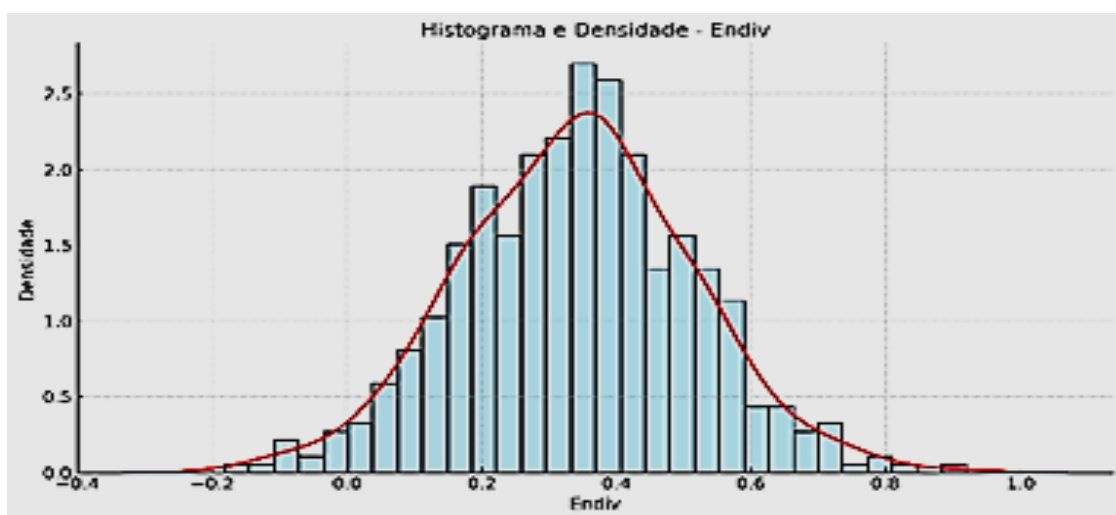
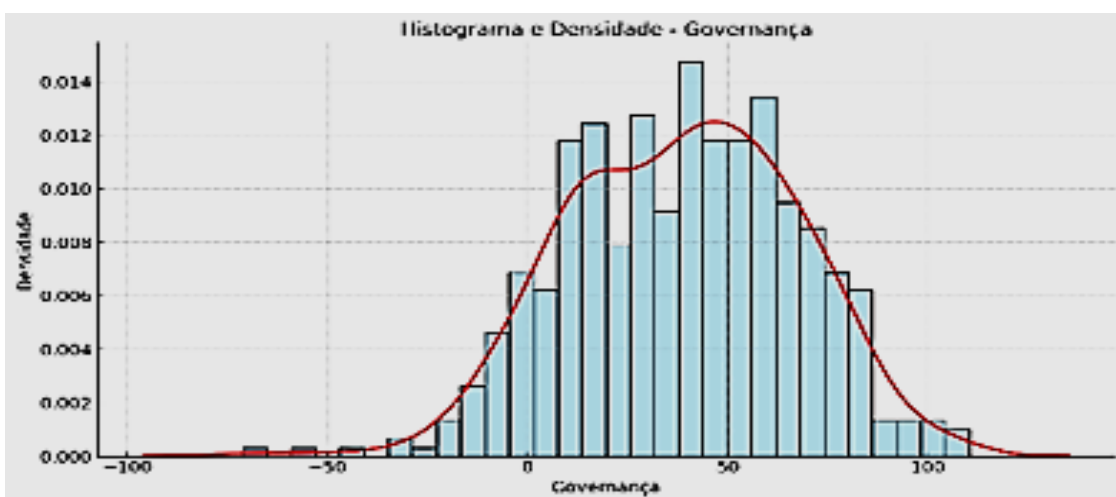
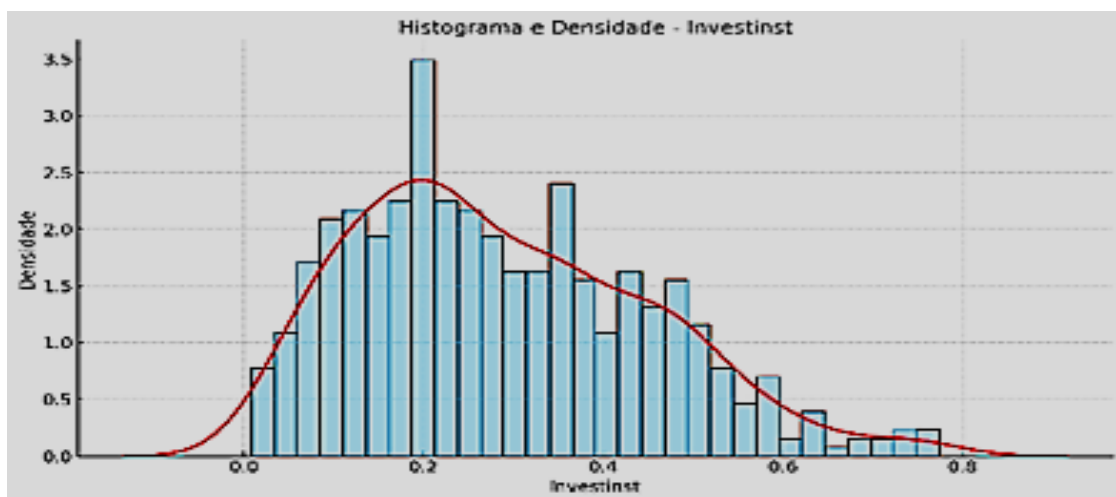
Na governança ("Governança"), com média de 39,45 e desvio padrão de 29,47, observamos uma grande disparidade entre as empresas. Algumas apresentam governança sólida e bem estabelecida, como sugerido pelo valor máximo de 92,75, enquanto outras têm pontuações baixas, refletindo possíveis lacunas ou diferentes enfoques na implementação de boas práticas de governança.

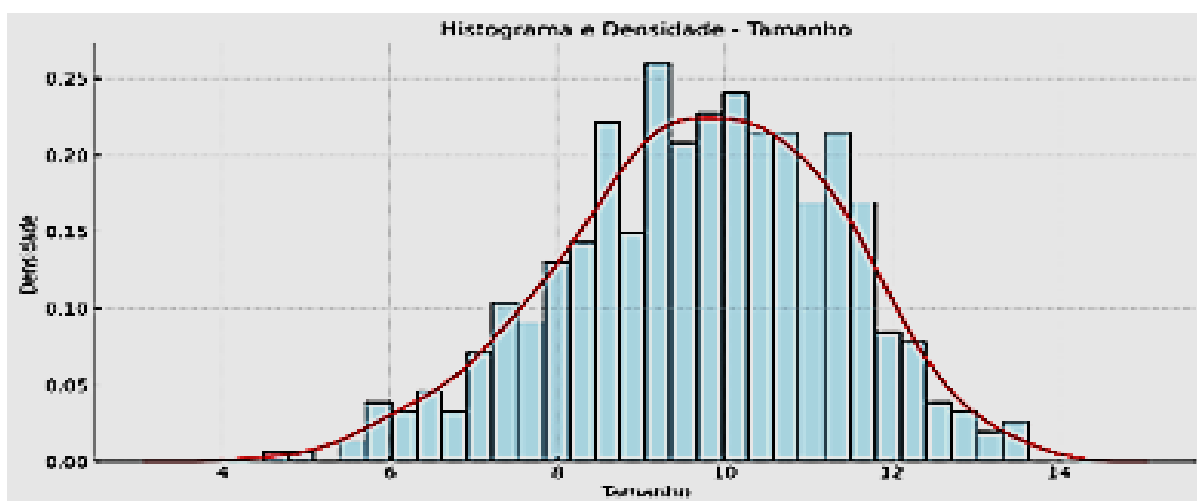
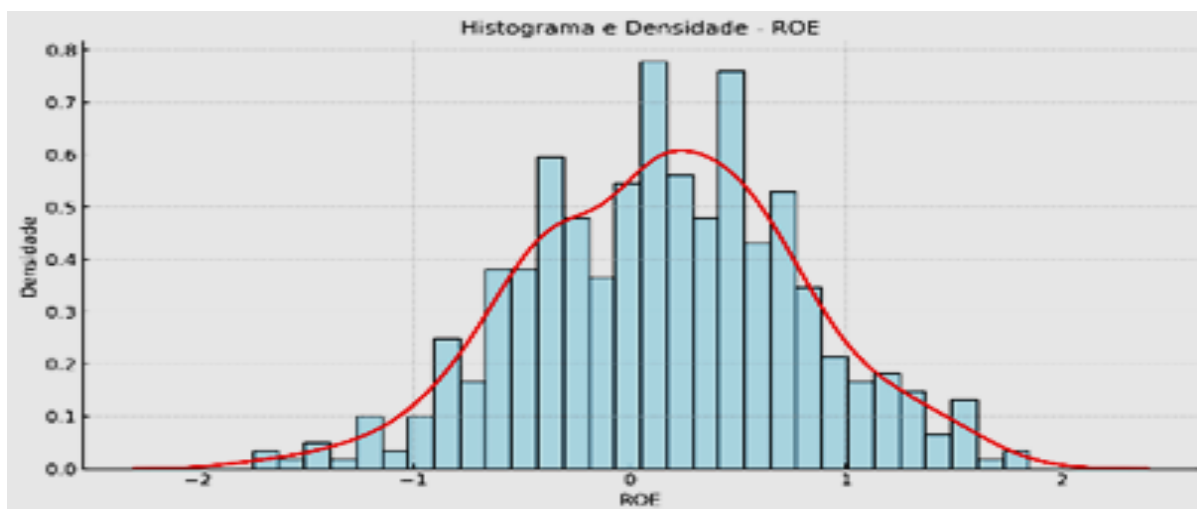
O retorno sobre o patrimônio ("ROE") tem uma média baixa de 0,148, pois está próximo da mediana e abaixo do terceiro quartil, em uma distribuição com grande variabilidade e presença de outliers. A variável ROE possui uma variação expressiva, com valores que vão de -4,988 a 10,996. Essa amplitude reflete tanto empresas com resultados financeiros robustos quanto aquelas que estão enfrentando desafios para gerar lucro. Esse comportamento se alinha com o alto desvio padrão de 0,646, sugerindo uma instabilidade de desempenho entre as empresas.

O tamanho das empresas ("Tamanho"), com uma média de 9,62 e desvio padrão de 1,57, aponta para uma certa homogeneidade, embora haja uma variação observável (de 0 a 13,8).

A Figura 1 mostra histogramas das variáveis numéricas da pesquisa e como se distribuem. A linha curva em cada gráfico representa como os dados se comportariam se fossem perfeitamente 'normais', ou seja, se seguissem um padrão bem comum em estatística. As variáveis se aproximam desse padrão normal, mas alguns delas mostram um pouco de desvio. Isso indica a presença de valores muito diferentes dos outros ('outliers') ou que a distribuição dos dados não é exatamente a esperada. A comparação entre os gráficos revela que as características analisadas variam bastante. A proximidade com a normalidade é importante para os testes estatísticos que utilizados para analisar os resultados.

Figura 1 – Histograma das Variáveis





Elaborado pelo autor, 2024

A figura 3 mostra uma tabela com o comportamento anual das empresas brasileiras na divulgação de *guidance* entre 2019 e 2023, permitindo uma análise geral e a evolução ao longo do período.

Tabela 3 – Divulgação do *Guidance*

Ano	Empresas com divulgação do <i>Guidance</i>	Empresas sem divulgação do <i>Guidance</i>	Total
2019	26 26%	75	74%

2020	32	32%	69	68%
2021	41	41%	60	59%
2022	42	42%	59	58%
2023	48	48%	53	52%

Elaborada pelo autor, 2024

Em 2019, 26 empresas (26%) divulgaram *guidance*, enquanto 75 (74%) não o fizeram. Em 2020, houve um crescimento para 32 empresas (32%). Em 2021, 41 empresas (41%) divulgaram *guidance*, seguido por uma leve estabilização em 2022, com 42 empresas (42%). Em 2023, o número subiu para 48 empresas (48%).

Estudos anteriores, como Macedo Neto et al. (2014) e Da Silva et al. (2021), indicaram taxas de divulgação de 41,9% em 2013 e 48,21% em 2019. Comparando esses dados com a tabela, observa-se que a divulgação de *guidance* no Brasil evoluiu de forma consistente.

A tabela 4 apresenta uma tabela com dados complementares, observa-se que a evolução na adoção do *guidance* é influenciada tanto por empresas que iniciam sua divulgação quanto por aquelas que a interrompem. Por exemplo, em 2020, 10 empresas começaram a divulgar *guidance*, enquanto 4 deixaram de fazê-lo. Essa dinâmica continuou nos anos seguintes, com 11 empresas entrando e 2 saindo em 2021, e movimentos similares em 2022 e 2023. Esses dados ajudam a compreender as variações no total anual de empresas que adotam a prática.

Chen et al. (2022) sugerem que empresas abandonam o *guidance* por preocupações legais, dificuldade em manter previsões precisas ou mudanças na governança. Não necessariamente indica problemas, mas sim uma reavaliação da utilidade dessa prática. A adoção do *guidance* é um processo ativo, com entradas e saídas constantes.

Tabela 4 – Movimentação na divulgação do *guidance*

Ano	Começaram a divulgar	Passaram a não divulgar
2019	0	0

2020	10	4
2021	11	2
2022	8	7
2023	11	5

Elaborada pelo autor, 2024

A tabela 5 apresenta uma tabela com médias descritivas e o teste t para duas categorias distintas da variável "Guidance" (com e sem publicação de *guidance*) e seus efeitos sobre outras variáveis financeiras e de governança da pesquisa. A seguir, discutimos as variáveis e seus resultados que tem o objetivo de comparar as empresas que publicaram *guidance* com as que não publicaram, para entender como essa prática afeta cada variável.

Tabela 5 – Médias descritivas

Variável	Guidance	Nr. empresas	Guidance 2019/2023	2019	2020	2021	2022	2023	Teste t de Student	
									t-statistic	p-value:
Investidores Institucionais	0	316	0.138	0.137	0.156	0.128	0.128	0.131	8.547	0.000006*
	1	189	0.097	0.096	0.103	0.091	0.096	0.099		
Governança	0	316	51.092	49.538	51.326	48.972	49.880	46.221	-5.411	0.000297*
	1	189	54.774	54.707	57.770	53.447	53.854	54.309		
Tamanho	0	316	9.425	9.364	8.932	9.383	9.688	9.836	-5.986	0.000135*
	1	189	10.199	10.207	10.223	10.122	10.222	10.303		
ROE	0	316	0.170	0.181	0.343	0.045	0.235	0.117	0.691	0.505
	1	189	0.142	0.153	0.115	0.116	0.218	0.163		

	0	316	0.327	0.327	0.309	0.339	0.326	0.323		
Endividamento									-4.758	0.000771*
	1	189	0.353	0.365	0.336	0.361	0.369	0.383		

Elaborada pelo autor, 2024

A variável *Guidance* é uma *dummy* que indica se as empresas publicam *guidance*. A tabela compara empresas que publicaram *guidance* (1) e as que não publicaram (0) de 2019 a 2023.

A variável Investidores Institucionais mostra a porcentagem de participação nas ações ordinárias das empresas, refletindo a presença de investidores institucionais entre os cinco maiores acionistas. Empresas sem *guidance* (0) tiveram uma média de participação que caiu de 0,138 em 2019 para 0,128 em 2023. Empresas com *guidance* (1) tiveram participação média menor, variando entre 0,097 e 0,103. O teste t de Student, com $t = 8,547$ e $p\text{-value} = 0,000006$, indica diferença estatisticamente significativa, sugerindo que as empresas com *guidance* apresentam menor média de participação dos investidores institucionais em comparação às empresas sem *guidance*.

A variável Governança reflete o "Governance Pillar Score" da Plataforma Refinitiv, que mede a qualidade da governança corporativa. Empresas sem *guidance* tiveram scores que variaram de 51,092 em 2019 para 46,221 em 2023, com tendência de queda. Empresas com *guidance* tiveram scores mais altos, entre 54,774 e 54,309. A diferença média é significativa, com $t = -5,411$ e $p\text{-value} = 0,000297$, apontando que empresas com *guidance* têm melhor governança.

O tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural do total de ativos, variou de forma semelhante entre empresas com e sem *guidance*. Empresas sem *guidance* tiveram uma média de 9,425 em 2019 e 9,836 em 2023. Empresas com *guidance* tiveram média de 10,199 em 2019 e 10,303 em 2023. O teste t de Student, com $t = -5,986$ e $p\text{-value} = 0,000135$, indica que empresas com *guidance* tendem a ser maiores.

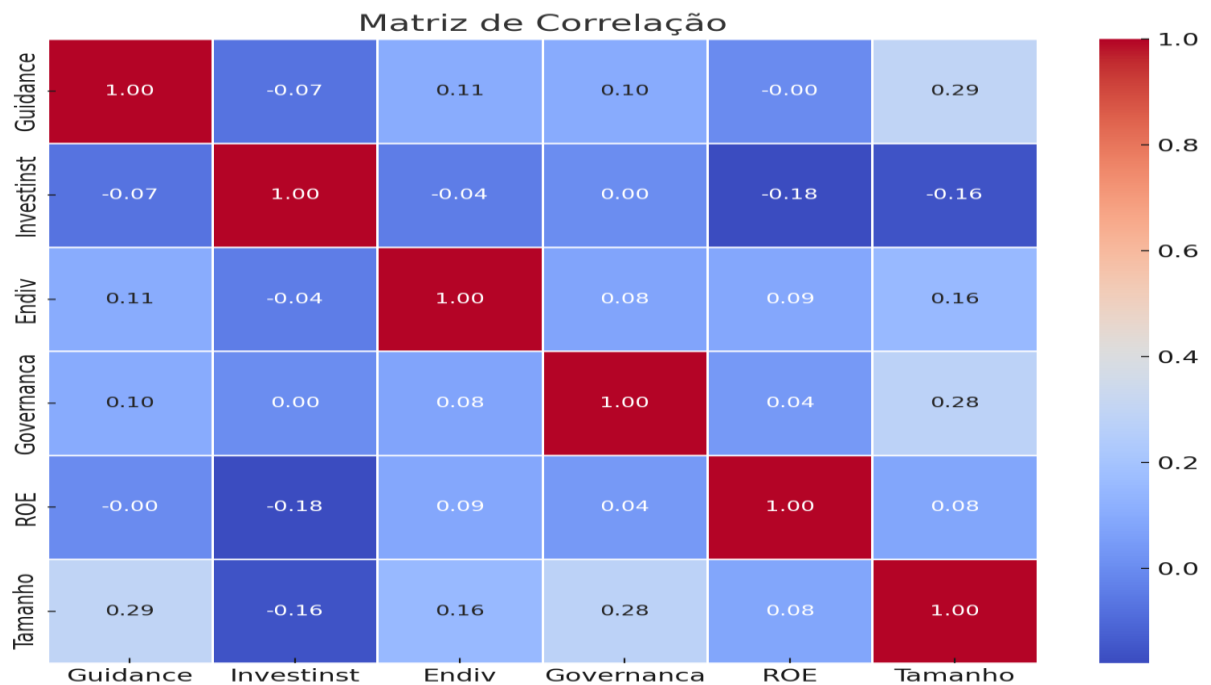
A variável rentabilidade, medida pelo Return on Equity (ROE) da Plataforma Refinitiv, variou para empresas sem *guidance* de 0,170 em 2019 para 0,117 em 2023. Empresas com *guidance* tiveram ROE médio entre 0,142 e 0,163. O teste t de Student, com $t = 0,691$ e $p\text{-value} = 0,487$, indica que não há diferença estatisticamente significativa entre as empresas com e sem *guidance*.

value = 0,505, indica que não há diferença estatisticamente significativa no ROE entre empresas com e sem *guidance*.

A variável endividamento é a relação entre a dívida e o total de ativos. Empresas sem *guidance* tiveram média de endividamento de 0,327 em 2019. Empresas com *guidance* tiveram média ligeiramente maior (0,353 em 2019). O endividamento diminuiu para ambas as categorias. O teste t de Student, com $t = -4,758$ e $p\text{-value} = 0,000771$, aponta diferença estatisticamente significativa no endividamento entre empresas com e sem *guidance*. Empresas sem *guidance* apresentaram endividamento menor.

A figura 2 abaixo apresenta uma tabela que exhibe as correlações entre as variáveis analisadas no estudo. As correlações ajudam a identificar relações significativas entre essas variáveis, fornecendo uma visão sobre como as variáveis explicativas se associam à divulgação de *guidance* pelas empresas. Valores de correlação próximos de 1 ou -1 indicam relações fortes, enquanto valores próximos de 0 sugerem correlações fracas ou inexistentes.

Figura 2 - Matriz de Correlação:



Elaborado pelo autor, 2024

A análise da matriz de correlação mostra que empresas de maior porte tendem a divulgar o *guidance* com mais frequência, evidenciado pela correlação positiva de 0,29 entre o tamanho da empresa e a divulgação de *guidance*. A governança corporativa também apresenta correlação positiva com o *guidance* (0,10), sugerindo que empresas com melhores práticas de governança divulgam mais projeções financeiras.

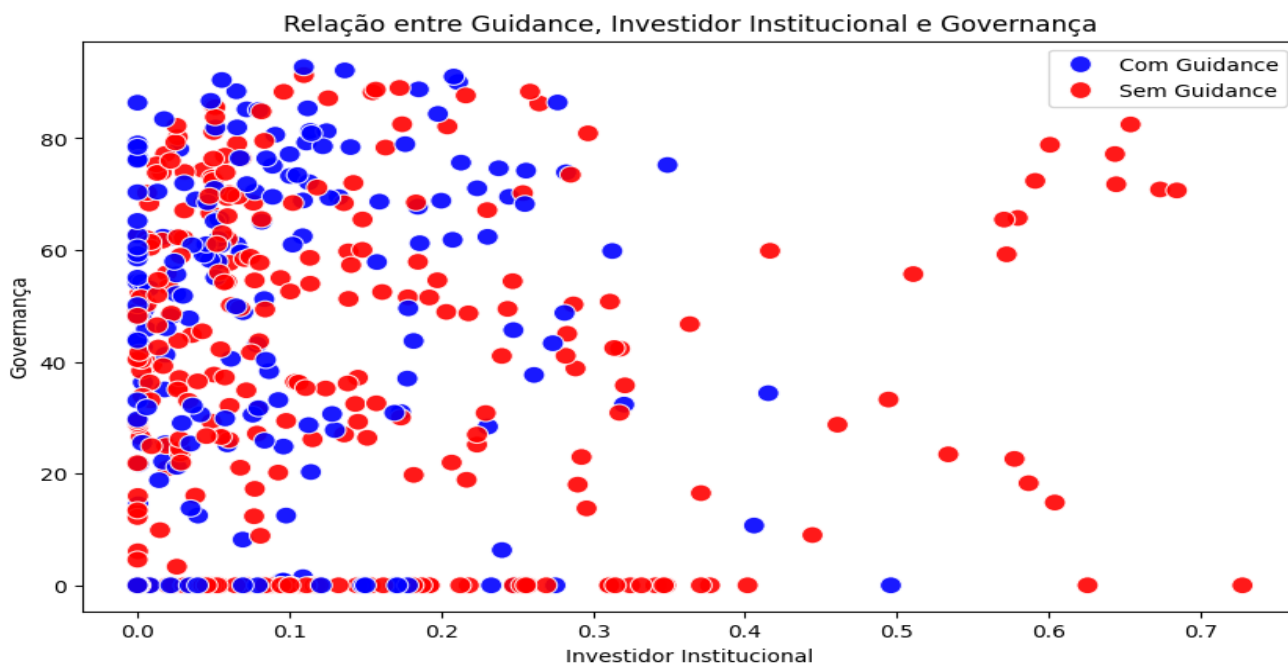
Por outro lado, a participação de investidores institucionais apresenta correlação negativa com a divulgação de *guidance* (-0,07), indicando que a presença desses investidores pode estar associada a menor propensão das empresas em divulgar essas informações ao mercado.

O tamanho da empresa se correlaciona positivamente com o endividamento (0,16) e com a governança (0,28). Isso sugere que empresas maiores costumam ter níveis de endividamento mais elevados e práticas de governança mais estruturadas. A relação entre endividamento e governança, embora positiva, é mais discreta (0,08).

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) apresenta correlação quase nula com a divulgação de *guidance* (-0,00) e com a governança (0,04), o que indica pouca relação entre essas variáveis. Há, porém, uma correlação moderada entre ROE e endividamento (0,09), sinalizando que empresas mais endividadas podem apresentar ligeiramente maiores retornos sobre o patrimônio.

O gráfico de dispersão (figura 3) mostra a relação entre governança, participação de investidores institucionais e a prática de divulgação de *guidance* pelas empresas.

Figura 3 – Gráfico de Dispersão



Elaborado pelo autor, Phytton 2024

Observa-se que a maior parte das empresas tem baixa participação institucional (abaixo de 0,2), tanto para aquelas com quanto sem *guidance*. Já os níveis de governança se distribuem de forma mais ampla, com concentração entre 40 e 80 pontos. As empresas que emitem *guidance* estão mais presentes em faixas de governança mais altas, mesmo quando a participação institucional é baixa. A decisão de emitir *guidance* estar mais relacionada ao nível de governança interna do que à pressão de investidores.

Por outro lado, empresas que não emitem *guidance* aparecem em todas as faixas de governança e também em níveis elevados de participação institucional, inclusive com valores superiores a 0,5. Isso indica que mesmo com forte presença de investidores institucionais, muitas empresas optam por não adotar a divulgação de *guidance*.

Outro ponto que chama atenção é a quantidade de empresas com governança igual a zero, em ambos os grupos. Isso pode indicar ausência de dados, ou empresas que realmente não adotam práticas mínimas de governança, o que merece uma análise específica.

O gráfico mostra que a governança parece ter maior influência na emissão de *guidance* do que a participação de investidores institucionais. Empresas mais bem estruturadas

em termos de governança tendem a adotar práticas de maior transparência, mesmo que não tenham pressão significativa do mercado institucional.

A tabela 6 apresenta resultados da estimação com modelos de efeitos aleatórios e efeitos fixos, modelo Logit. A tabela inclui as variáveis explicativas da pesquisa. Para cada variável, são mostrados os coeficientes estimados, erros padrão e p-values.

Tabela 6 - Estimação

Variável Explicativa	Efeitos Aleatórios			Efeitos Fixos		
	Estimativa	Erro padrão	Valor-p	Estimativa	Erro Padrão	Valor-p
Investidores Institucionais	-0.980	2.823	0.728	0.451	0.471	0.338
Endividamento	4.050	1.885	0.031*	0.693	0.232	0.003***
Governança	-0.025	0.013	0.060*	-0.002	0.0019	0.340
ROE	0.340	0.588	0.563	0.145	1,82	0.069 .
Tamanho	0.769	0.304	0.011**	0.048	0.066	0.469
BNDES	5.137	1.587	0.001***	-	-	-
Materiais básicos	0.353	1.927	0.854	-	-	-
Consumo cíclico	-4.218	1.506	0.005***	-	-	-
Consumo não cíclico	-4.566	1.506	0.002***	-	-	-
Energia	-6.251	1.850	0.001***	-	-	-
Saúde	-5.720	2.015	0.004**	-	-	-
Industriais	-2.647	1.366	0.052 .	-	-	-
Imobiliário	-6.970	1.970	0.001***	-	-	-
Tecnologia	-4.197	1.533	0.006***	-	-	-
Serviços Públicos	-7.844	2.123	0.001***	-	-	-
Ano2020	-0.607	0.645	0.347	0.328	0.776	0.673
Ano2021	-0.553	0.573	0.334	0.783	0.791	0.322

Ano2022	-0.865	0.560	0.122	0.529	0.840	0.529
Ano2023	1,128	0,674	0,094*	0.647	0.942	0.081*

Legenda

- * Significância estatística ao nível de 10%.
- ** Significância estatística ao nível de 5%.
- *** Significância estatística ao nível de 1%.
- . Marginalmente significativo (próximo ao limiar de 10%).

Elaborada pelo autor, 2024

Observa-se que a amostra utilizada no modelo logit com efeitos fixos foi reduzida para apenas 134 observações. Essa diminuição decorre da natureza do modelo, que exclui unidades amostrais (empresas) sem variação intra-grupo na variável dependente. Ou seja, empresas que divulgaram ou não divulgaram *guidance* de forma constante ao longo do período foram automaticamente eliminadas do modelo.

Foram usados dois modelos: um com efeitos aleatórios e outro com efeitos fixos. Não foi possível aplicar um teste com segurança para comparar os dois, porque eles usam métodos diferentes e não são diretamente compatíveis. Além disso, o modelo de efeitos fixos exclui parte dos dados, o que torna a comparação injusta.

Por isso, os dois modelos são apresentados como formas diferentes de analisar os dados, cada um com suas limitações. Dessa forma, os dois modelos são apresentados como complementares, sendo analisados separadamente para oferecer diferentes perspectivas sobre os dados.

O coeficiente para investidores institucionais não foi estatisticamente significativo em nenhum dos modelos ($p\text{-valor} > 0,05$), indicando que não há evidências suficientes para afirmar uma relação de causa e efeito significativa entre as variáveis. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que a amostra utilizada neste estudo é distinta das amostras analisadas por estudos anteriores, como Liu & Sun, (2022) e Heitzman et al. (2010), que encontraram evidências de uma associação entre investidores institucionais e a divulgação do *guidance*. As diferenças observadas podem estar relacionadas às características específicas do mercado brasileiro, ao perfil das empresas analisadas ou a diferentes dinâmicas de governança corporativa e pressão por resultados financeiros de curto prazo. Portanto, a falta de significância

estatística observada neste estudo não deve ser interpretada como uma contradição com a literatura, mas sim como um reflexo das peculiaridades da amostra e do contexto de mercado em que a pesquisa foi conduzida. Os investidores institucionais no Brasil costumam ser menos ativos na cobrança por práticas de divulgação, o que reduz sua influência sobre o *guidance*. Muitos priorizam retornos de curto prazo e usam relatórios periódicos em vez de previsões formais. A estrutura acionária concentrada nas empresas e a regulação já existente também limitam a pressão por transparência. Em contraste, em mercados como EUA e China, esses investidores têm maior participação e impacto direto nas decisões corporativas.

A governança apresenta um coeficiente negativo no modelo de efeito aleatório, com significância estatística marginal ($p = 0,060$). No modelo de efeito fixo, o coeficiente também é negativo, mas não é estatisticamente significativo ($p = 0,340$). Esses resultados indicam que, embora haja uma tendência negativa na relação entre governança e emissão de *guidance*, essa relação não se confirma de forma robusta quando controlamos por características específicas das empresas. Dessa forma, os dados não fornecem evidências para afirmar que empresas com práticas de governança mais sólidas tendem a emitir menos *Guidance*. Apesar disso, a literatura sobre o tema sugere que empresas com boa governança corporativa são geralmente mais transparentes e responsáveis em suas operações. Quando uma empresa é transparente, ela já oferece aos investidores informações suficientes para tomar decisões, o que pode reduzir a necessidade de emitir *Guidance* (Makhija & Patton, 2004). Além disso, estudos como o de Chen et al. (2022) indicam que a governança corporativa influencia diretamente a decisão de uma empresa de divulgar informações. Empresas com práticas de governança mais robustas podem se sentir menos pressionadas a fazer previsões excessivas, pois já possuem uma reputação de transparência e confiabilidade. Contudo, no contexto dos resultados aqui apresentados, essa relação não foi estatisticamente corroborada. No Brasil, muitas empresas seguem práticas de governança voltadas mais para cumprir exigências formais do que para incentivar uma cultura real de transparência. Esse comportamento pode explicar por que, mesmo bem avaliadas nos critérios de governança, algumas não adotam estratégias mais desenvolvidas de divulgação voluntária. A forma como se constrói o score de governança varia bastante. Algumas organizações pontuam bem em aspectos formais, mas não avançam em ações mais efetivas de transparência. Essa diferença entre teoria e prática reduz o impacto visível

dessas iniciativas. Fatores difíceis de medir — como o ambiente interno da empresa ou a vivência da equipe de gestão — também influenciam nossas escolhas de comunicação. Em mercados mais instáveis, o uso do *guidance* ajuda a alinhar expectativas e reduzir incertezas, o que pode levar essas empresas a priorizar esse instrumento, mesmo que as estruturas formais de governança estejam bem definidas.

O endividamento apresenta um coeficiente positivo e significativo em ambos os modelos, indicando sua influência importante e constante sobre a variável dependente. No modelo de efeito aleatório, o coeficiente é mais alto (4,050) e significativo a 5% ($p = 0,031$), sugerindo que o endividamento exerce um impacto mais forte. Já no modelo de efeito fixo, o coeficiente é menor (0,693), mas com maior significância estatística ($p = 0,003$), refletindo uma relação mais estável quando controlamos as variáveis não observadas. No Brasil, empresas com maior nível de endividamento tendem a adotar o *guidance* como forma de demonstrar planejamento e compromisso com metas futuras. Essa prática atua como sinal positivo ao mercado, indicando organização financeira e estratégia definida. Segundo a teoria dos sinais (Spence, 1973), companhias sob maior risco percebido recorrem a mecanismos mais claros para sinalizar sua qualidade. No mercado brasileiro, onde o custo de capital é historicamente elevado, o *guidance* também pode reduzir percepções de risco e facilitar o acesso ao crédito. Além disso, empresas mais endividadas podem enfrentar cláusulas contratuais, como *covenants*, que estimulam a adoção de práticas de divulgação mais frequentes para reduzir assimetrias de informação.

O ROE tem um coeficiente positivo em ambos os modelos, mas é estatisticamente insignificante, indicando que a rentabilidade medida pelo ROE não é um fator determinante na variável dependente. Isso significa que, mesmo existindo uma tendência das empresas com maior rentabilidade (medido pelo ROE) fazerem previsões financeiras, essa relação é muito fraca. A inclusão de outras variáveis na pesquisa não alterou a insignificância do ROE. Outros estudos na área corroboram esses resultados. Chen et al., 2022 e Makhija & Patton, 2004 encontram resultados semelhantes, mostrando que o ROE, embora positivo, não é um fator determinante para as decisões de divulgação de informações financeiras. Uma possível explicação para o Brasil é que empresas com alto ROE costumam não priorizar o *guidance*, confiam que seus resultados anteriores já mostram ao mercado uma imagem positiva. Como o

ROE reflete desempenho passado, ele não revela aspectos como a abertura da empresa à transparência ou sua reação às pressões do mercado. Esse indicador também se mostra frágil como ferramenta preditiva, especialmente em setores cíclicos, onde sua oscilação reduz a confiança nas estimativas. Já empresas com ROE mais baixo tendem a evitar o *guidance* para não chamar atenção para um desempenho insatisfatório.

O tamanho das empresas é significativo e positivo apenas no modelo de efeito aleatório ($p = 0,011$), indicando que o aumento no tamanho das empresas influencia positivamente a variável resposta. No modelo de efeito fixo, essa relação não é significativa ($p = 0,469$). A variável "tamanho" apresentou um coeficiente positivo e significativo no modelo de efeitos aleatórios, confirmando a expectativa de que empresas maiores têm maior probabilidade de fornecer previsões financeiras. No entanto, no modelo de efeito fixo, a relação entre o tamanho e a variável *guidance* não foi significativa. Esse resultado sugere que, ao controlar fatores não observáveis, o tamanho da empresa deixa de influenciar as previsões financeiras. A relação entre o tamanho das empresas e a emissão de *guidance* pode ser influenciada por características fixas, como a cultura corporativa, o setor de atuação, a estrutura da equipe ou os processos internos. Esses fatores, não observáveis diretamente, podem afetar simultaneamente a dimensão da empresa e sua disposição em divulgar previsões, o que faz com que o efeito positivo do tamanho se dilua ao se controlar essas variáveis em modelos de efeitos fixos. Além disso, empresas maiores tendem a ter mais recursos para arcar com os custos fixos da divulgação, o que facilita a adoção do *guidance*. Por outro lado, companhias menores, mas com alta visibilidade, podem recorrer a essa prática para compensar a ausência de histórico consolidado. Já organizações consolidadas e de grande porte podem considerar o *guidance* menos necessário, devido à credibilidade já estabelecida no mercado. Balakrishnan et al. (2014) corroboram essa conclusão ao afirmar que, no modelo de efeitos fixos, a relação entre o tamanho da empresa e a variável de *guidance* não é significativa. Isso indica que, ao controlar efeitos não observáveis, o tamanho da empresa não afeta a probabilidade de fornecer previsões financeiras.

O coeficiente da variável BNDES é significativo no modelo de efeito aleatório ($p = 0,001$), com um alto valor (5,137), indicando forte influência positiva. No modelo de efeito fixo, o BNDES não é incluído. Os resultados da tentativa de estimação indicam que a variável

BNDES tem uma relação muito próxima (dependência linear) com os efeitos fixos das empresas e/ou dos anos no modelo analisado. A alta significância observada no modelo de efeitos aleatórios pode indicar que empresas com participação do BNDES tendem a emitir *guidance* como forma de prestar contas aos financiadores públicos e atender a exigências de transparência. Esse comportamento pode refletir maior escrutínio regulatório ou obrigações contratuais associadas ao financiamento. No entanto, a presença do BNDES é, em geral, estável ao longo do tempo, o que dificulta sua identificação no modelo de efeitos fixos. Além disso, esse modelo sugere que o banco atua majoritariamente em setores ou empresas com características específicas — como infraestrutura ou inovação —, cujos efeitos já estão capturados pelos controles adotados na análise. Segundo Stammann et al. (2016.), quando a otimização da função usada no modelo não converge, isso geralmente sinaliza essa dependência linear, o que exige uma revisão cuidadosa do modelo. Embora a inclusão da variável BNDES não tenha causado problemas de convergência, as estimativas associadas a ela (como o coeficiente e o erro-padrão) foram exageradamente altas, e o teste estatístico mostrou que a variável não era significativa (valor-p próximo de 1). Variáveis com pouca ou nenhuma variação ao longo do tempo são difíceis de identificar junto com efeitos fixos.

A análise dos setores selecionados na pesquisa indicou tendência a uma menor probabilidade de divulgação do *guidance*. Alguns setores apresentaram coeficientes negativos e significativos no modelo de efeitos aleatórios: Consumo Cíclico ($p = 0,005$), Consumo Não Cíclico ($p = 0,002$), Energia ($p = 0,001$), Saúde ($p = 0,004$), Imobiliário ($p = 0,001$), Tecnologia ($p = 0,006$) e Utilidades ($p = 0,001$). Esses dados indicam menor probabilidade de emissão de *guidance* pelas empresas desses segmentos. No setor Consumo Cíclico, Brandão et al. (2014) afirmam que empresas com estruturas mais concentradas tendem a evitar projeções. O maior controle interno e a menor necessidade de diálogo com o mercado justificam essa postura. A instabilidade econômica nesse setor também dificulta previsões confiáveis, o que aumenta a cautela na divulgação. No setor Consumo Não Cíclico, esperava-se comportamento oposto, já que essas empresas enfrentam menos variações econômicas. Segundo Brandão et al. (2014), essa estabilidade favoreceria a emissão de *guidance*. No entanto, os resultados negativos sugerem que essas empresas não enxergam ganhos estratégicos com essa prática, talvez por já manterem reputação consolidada. No setor de Tecnologia, identificam o menor percentual de

adoção do *guidance*. O modelo confirma essa tendência. A velocidade das mudanças e a alta incerteza dificultam projeções precisas. Muitas empresas do setor, por serem novas e inovadoras, preferem meios de comunicação mais rápidos e flexíveis. Nos setores de Energia e Saúde, Alves Arantes et al. (2020) observam homogeneidade na divulgação, com pouca variação entre as empresas. Essa padronização limita o uso do *guidance* como diferencial competitivo. A busca por estabilidade e o foco no controle de riscos também ajudam a explicar essa escolha. No setor Imobiliário, a forte relação negativa pode estar associada à alta volatilidade, à dependência de ciclos econômicos e à instabilidade regulatória. Empresas desse setor evitam projeções formais para reduzir erros e proteger sua imagem. No setor de Utilidades, mesmo com operações estáveis e receitas previsíveis, observa-se baixa emissão de *guidance*. A previsibilidade dos resultados pode tornar as projeções desnecessárias, já que o mercado consegue estimá-las com base em informações acessíveis e padrões operacionais bem definidos. Esses dados reforçam que as práticas de divulgação variam amplamente entre setores. Os contextos econômicos e estratégicos específicos de cada setor moldam as decisões sobre a adoção de *guidance*, refletindo motivações distintas em relação à transparência e previsões financeiras.

As variáveis temporais não apresentam significância estatística em ambos os modelos, exceto 2023 no modelo de efeito aleatório ($p = 0,094$), indicando leve influência desse ano na variável dependente, sem evidências robustas. Essas análises demonstram a complexidade das relações entre variáveis explicativas e a divulgação de *guidance* pelas empresas brasileiras, destacando a importância de considerar diferentes abordagens analíticas para uma compreensão mais aprofundada.

Tabela 7 - Estimação efeito aleatório (Random) sem a variável BNDES

Variável Explicativa	Estimativa	Erro Padrão	Valor-P
Investidores Institucionais	-3.09311	2.56844	0.22848
Endividamento	3.83600	2.01370	0.05679
Governança	-0.01566	0.01452	0.28078
ROE	0.24913	0.57624	0.66549
Tamanho	0.79422	0.31706	0.01225 *
Materiais básicos	-0.07244	1.96582	0.97060

Consumo cíclico	-3.29034	1.49565	0.02781	*
Consumo não cíclico	-3.85360	1.67959	0.02177	*
Energia	-5.46682	2.10645	0.00945	**
Saúde	-4.47419	2.37115	0.05917	.
Industriais	-2.44914	1.40624	0.08157	.
Imobiliário	-5.42218	2.28248	0.01752	*
Tecnologia	-3.56250	1.81114	0.04918	*
Serviços Públicos	-4.30176	1.84591	0.01978	*
Ano2020	0.39212	0.68115	0.56483	
Ano2021	0.63190	0.64729	0.32896	
Ano2022	0.39339	0.64173	0.53987	
Ano2023	1.11616	0.65316	0.08748	.

Legenda

- * Significância estatística ao nível de 10%.
- ** Significância estatística ao nível de 5%.
- *** Significância estatística ao nível de 1%.
- . Marginalmente significativo (próximo ao limiar de 10%).

Elaborada pelo autor, 2024

Com base na estimação do modelo de efeitos aleatórios sem a inclusão da variável BNDES, é possível observar alterações nos coeficientes e na significância de diversas variáveis explicativas, em comparação com o modelo completo. A exclusão do BNDES, uma variável que possivelmente captura aspectos de apoio estatal, acesso privilegiado a crédito ou influência política, impactou especialmente os setores econômicos, sugerindo que sua presença no modelo pode estar absorvendo parte da variância setorial.

A variável “Investidores Institucionais” permaneceu não significativa, com pequena mudança no coeficiente. Esse resultado indica que esses investidores não influenciam diretamente a variável dependente ou que seu efeito depende de fatores não incluídos no modelo. A variação do coeficiente, de -0.980 para -3.093, sem grande mudança no valor-p, pode refletir multicolinearidade moderada ou instabilidade gerada pela retirada de uma variável importante.

A variável “Governança”, marginalmente significativa com o BNDES ($p = 0.060$), perdeu significância sem ele ($p = 0.280$). Isso pode revelar uma ligação entre apoio estatal e

práticas de governança. Empresas com boa governança podem ter maior acesso a financiamento público, ou o BNDES pode preferir companhias com estruturas mais organizadas.

O “ROE” continuou sem significância. Isso sugere que a rentabilidade histórica não se relaciona diretamente com a variável dependente. Essa evidência está alinhada a estudos que apontam limitações do desempenho passado como indicador futuro em mercados emergentes, especialmente sob influência estatal.

A leve perda de significância da variável “Endividamento” após a exclusão do BNDES pode estar ligada à relação entre alto endividamento e dependência de recursos públicos. Quando o BNDES faz parte do modelo, pode captar parte do impacto da alavancagem. Ao ser retirado, esse efeito se transfere para a variável de endividamento.

A variável “Tamanho” manteve coerência nos resultados, mesmo sem o BNDES. A direção, a magnitude e a significância seguiram estáveis.

Nos setores econômicos, muitos mantiveram significância, embora com mudanças na magnitude e nos valores-p. Isso indica que o BNDES pode atuar com mais frequência em setores estratégicos ou com maior capital fixo, como Energia, Imóveis e Serviços Públicos. A perda de significância no setor de Saúde pode estar ligada à forte presença de investimento público, intensificada após a pandemia.

As variáveis de controle por ano, em geral, não foram significativas. Isso sugere que os efeitos específicos de cada ano podem ter sido explicados por outras variáveis estruturais. A estabilidade do coeficiente de 2023 aponta para possíveis impactos de políticas públicas ou efeitos econômicos amplos nesse período.

A retirada do BNDES não apenas altera os parâmetros do modelo, mas revela que essa variável se conecta a aspectos mais amplos. Ela parece refletir relações entre setores, governança e estrutura de capital. Esse padrão reforça a ideia de que o apoio estatal atua de forma indireta sobre o comportamento empresarial.

Na tabela 8, é possível observar diferenças importantes entre os modelos de efeitos aleatórios com e sem a inclusão da variável BNDES, bem como em relação ao modelo de efeitos fixos. Os modelos aleatórios foram estimados com 505 observações em ambos os casos e o modelo de efeitos fixos foi ajustado com uma amostra reduzida de 134 observações.

Tabela 8 – Variabilidade das Variáveis

Modelo	Efeito Aleatório		Efeito Fixo
	Com BNDES	Sem BNDES	
Observações	505	505	134
Percentagem corretamente prevista	58,24%	69,50%	58%
Log-verossimilhança	-169,52	-224,30	-71,46
Pseudo R ²	0,07	0,09	0,01

Elaborada pelo autor, 2024

No que se refere à percentagem de acertos na previsão, o modelo de efeitos aleatórios sem a variável BNDES apresentou o melhor desempenho, com 69,50% de classificações corretas, enquanto o modelo com BNDES obteve 58,24% e o modelo de efeitos fixos registrou 58%. Esse resultado sugere que a exclusão da variável BNDES não comprometeu a capacidade preditiva do modelo — ao contrário, a aumentou —, o que pode indicar que sua inclusão no modelo anterior não estava contribuindo de forma relevante para a explicação da variável dependente, ao menos no que diz respeito à acurácia preditiva.

No tocante à log-verossimilhança, o modelo com BNDES apresentou o melhor ajuste, com valor de -169,52, seguido do modelo sem BNDES (-224,30) e do modelo de efeitos fixos (-71,46). O modelo logit com efeitos aleatórios, que incluiu a variável BNDES, apresentou o melhor ajuste entre os modelos estimados. Isso ficou evidente pelo maior valor da log-verossimilhança, indicando que esse modelo conseguiu explicar melhor os dados. A inclusão da variável BNDES pode ter contribuído com informações relevantes. Empresas que recebem esse tipo de financiamento costumam seguir regras específicas, o que pode afetar sua forma de comunicação com o mercado. Isso pode influenciar a decisão de divulgar ou não o *guidance*. O uso de efeitos aleatórios também melhora a análise. Esse tipo de modelo considera diferenças individuais entre as empresas, mesmo quando essas diferenças não aparecem nas variáveis do estudo. Isso torna os resultados mais completos e próximos da realidade observada. Entretanto, valores de log-verossimilhança não são diretamente comparáveis entre modelos com amostras diferentes, como é o caso do modelo de efeitos fixos.

Já o Pseudo R² de McFadden, que indica o ganho de verossimilhança em relação a um modelo nulo, apresentou seu maior valor no modelo sem BNDES (0,09), seguido do modelo

com BNDES (0,07) e, por fim, do modelo de efeitos fixos (0,01). Isso reforça a constatação de que a exclusão do BNDES não prejudicou o ajuste do modelo, podendo inclusive indicar que sua presença captava variação que não se traduzia em melhor desempenho global.

Esses resultados sugerem que o modelo de efeitos aleatórios sem a inclusão da variável BNDES possui desempenho superior em termos de capacidade preditiva e parcimônia, apresentando indicadores estatísticos mais favoráveis que os demais modelos analisados.

5. CONCLUSÃO

Este estudo investigou a influência dos investidores institucionais e da governança corporativa na prática de divulgação de *guidance* por empresas brasileiras entre 2019 e 2023.

Devido à baixa variação temporal em algumas variáveis do estudo, como investidores institucionais e governança corporativa, o modelo com efeitos aleatórios foi mais adequado. As conclusões desta dissertação se baseiam principalmente nos resultados desse modelo, embora os efeitos fixos tenham sido mantidos como referência complementar.

Os resultados mostram que a divulgação de *guidance* aumentou de 26% em 2019 para 48% em 2023. Do total analisado, 37% das empresas divulgaram *guidance*, enquanto 63% não o fizeram. Esses valores são inferiores aos encontrados em estudos anteriores, como os de Macedo Neto et al. (2014) e da Silva et al., (2021), que apresentaram taxas de 41,9% em 2013 e 48,21% em 2019.

A participação média de investidores institucionais foi de 11,7%, com variabilidade considerável (máximo de 72,8%). Empresas que não divulgam *guidance* apresentaram uma participação média de 13,1%, superior às que divulgam (9,9%), uma diferença estatisticamente significativa ($p = 0,000006$). Esses resultados sugerem que a presença de investidores institucionais não apresentou influência estatisticamente significativa sobre a probabilidade de das empresas brasileiras divulgarem o *guidance*, corroborando os achados de Wang et al. (2019) e Lin et al. (2024).

Empresas que divulgaram *guidance* apresentaram níveis médios de governança corporativa mais altos (54,3 contra 46,2; $p = 0,000297$), confirmando os achados de Ajinkya et al. (2005). Além disso, essas empresas apresentaram maior perfil de endividamento (38,3% contra 32,3%; $p = 0,000771$), de acordo com os resultados de Yang et al. (2021). Embora os

testes de média tenham sugerido uma maior frequência de divulgação de *guidance* entre empresas com melhores práticas de governança, as regressões não corroboraram esse resultado. Os modelos econométricos indicaram que, ao controlar por outros fatores, a governança corporativa não apresentou relação estatisticamente significativa com a adoção de *guidance*. Esse achado impõe cautela na afirmação de que a governança, isoladamente, exerce influência direta sobre a decisão de divulgar *guidance*.”

Por outro lado, empresas que não divulgam *guidance* mostraram maior instabilidade no retorno sobre o patrimônio (ROE), com variações mais expressivas entre anos. Essa oscilação indica dificuldades para estabilizar os retornos, influenciando a decisão de não divulgar *guidance*.

O BNDES se destaca entre as empresas analisadas, demonstrando sua presença positiva e significativa em empresas que divulgam *guidance*. Esses achados reforçam o papel do BNDES como um influenciador essencial na valorização da transparência nas empresas, promovendo um ambiente de negócios que valoriza a governança.

Por fim, a estimação demonstrou que os modelos capturou pontos importantes da variabilidade observada, especialmente o impacto positivo conjunto da governança corporativa e do maior nível de endividamento sobre a adoção do *guidance* pelas empresas brasileiras. Companhias com mais dívidas divulgam previsões financeiras com maior frequência. Nossos resultados mostram que práticas de governança bem estruturadas e níveis elevados de endividamento se associam ao fortalecimento da transparência e da comunicação entre empresas e investidores. A estimação também revelou que, apesar dos avanços, os modelos utilizados explicam apenas parte da variabilidade observada. Ainda precisamos incluir mais variáveis para melhorar a capacidade de previsão e entender melhor os fatores que impulsionam a divulgação de *guidance*. Essa conclusão mostra como o comportamento organizacional diante da transparência financeira é complexo e confirma a necessidade de novas pesquisas para aprofundar essa compreensão.

O estudo contribui para o avanço da literatura ao mostrar que, no contexto brasileiro, a presença de investidores institucionais e a qualidade da governança corporativa não explicam, de forma robusta, a decisão das empresas de divulgar *guidance*. Esses resultados contrastam com parte da literatura internacional, que associa governança e pressão institucional

à transparência. Isso indica que, no Brasil, outros fatores — como características operacionais, setoriais ou estratégicas — podem ser mais relevantes nesse processo. Assim, o trabalho amplia o debate sobre os limites da influência da governança formal na divulgação voluntária de previsões financeiras, representando uma contribuição teórica ao indicar que os mecanismos tradicionalmente valorizados em outros mercados podem não exercer o mesmo papel explicativo no contexto brasileiro.

No âmbito prático, os resultados oferecem implicações importantes para analistas, investidores e reguladores. A constatação de que a simples presença de acionistas institucionais ou altos *scores* de governança não garantem maior transparência na forma de *guidance* reforça a necessidade de olhar além dos indicadores tradicionais de governança ao avaliar o comportamento informacional das empresas.

Para estudos futuros sobre investidores institucionais, governança corporativa e *guidance*, sugere-se a ampliação da amostra e a inclusão de mercados internacionais, o que permitiria uma análise mais robusta e generalizável dos resultados. Além disso, recomenda-se inverter a abordagem, investigando se o *guidance* influencia a participação dos investidores institucionais nas empresas, uma vez que este estudo se concentrou na relação inversa.

Recomendo que pesquisas futuras testem variáveis binárias que indiquem a presença de investidores institucionais relevantes e a adesão ao Novo Mercado da B3. Esses testes podem mostrar com mais clareza situações em que a governança ou a atuação dos investidores é mais forte. Também sugiro incluir uma variável de interação entre governança e investidores institucionais. Isso ajuda a entender se a governança muda o efeito dos investidores na divulgação de *guidance*.

Outro aspecto relevante para futuras pesquisas seria a investigação do impacto do BNDES no *guidance*, uma área que merece aprofundamento. A expansão das variáveis de resposta também aumenta a robustez dos modelos, permitindo uma análise mais abrangente.

É importante destacar que a análise quantitativa utilizada nesta pesquisa não considera o possível relacionamento de causalidade reversa entre as variáveis, uma limitação a ser explorada em estudos futuros, por meio de métodos que permitam identificar e controlar essas relações.

Outro caminho promissor para pesquisas futuras seria a análise do *guidance* textual, ou seja, as projeções e previsões verbais feitas por CEOs e diretores das empresas. Essa abordagem proporciona uma perspectiva complementar e enriquecedora sobre a comunicação estratégica das empresas, permitindo uma compreensão mais aprofundada de como as empresas gerenciam suas expectativas e interagem com os investidores.

6. REFERÊNCIAS

- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343–376. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2005.00174.x>
- Aljifri, K., & Hussainey, K. (2007). The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. *Managerial Auditing Journal*, 22(9), 881–894. <https://doi.org/10.1108/02686900710829390>
- Alves Arantes, V., Pirolo Dias, D., & Oliveira Soares, R. (n.d.). *O QUE OS INVESTIDORES NÃO VEEM, O MERCADO NÃO SENTE: REFLEXÕES SOBRE A DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES PROSPECTIVAS*. 118–132.
- Baginski, S. P., Campbell, J. L., Moon, J. R., & Warren, J. D. (2022). The Role of Executive Risk-Taking Incentives in Voluntary Disclosure Accuracy. *JOURNAL OF FINANCIAL REPORTING*, 7(1), 25–47. <https://doi.org/10.2308/JFR-2020-015>
- Baginski, S. P., Clinton, S. B., & Mcguire, S. T. (2014). Forward-Looking Voluntary Disclosure in Proxy Contests. *CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH*, 31(4), 1008–1046. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12057>
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *JOURNAL OF FINANCE*, 69(5), 2237–2278. <https://doi.org/10.1111/jofi.12180>

- Bardhan, I., Lin, S., & Hao, L. (2023). Internal audit function and the precision and accuracy of management forecasts. *JOURNAL OF MANAGEMENT AND GOVERNANCE*, 27(4), 1339–1365. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09640-x>
- Ben-Amar, W., & McIlkenny, P. (2015). Board Effectiveness and the Voluntary Disclosure of Climate Change Information. *BUSINESS STRATEGY AND THE ENVIRONMENT*, 24(8), 704–719. <https://doi.org/10.1002/bse.1840>
- Bird, A., & Karolyi, S. A. (2016). Do Institutional Investors Demand Public Disclosure? *Review of Financial Studies*, 29(12), 3245–3277. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw062>
- Boone, A. L., & White, J. T. (2015). The effect of institutional ownership on firm transparency and information production. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 508–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.05.008>
- Botosan, C. A., Eccles, D., & Plumlee, M. A. (2000). *Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure*. Assistant Professor of Accounting Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analyst's Rankings of Corporate Disclosure.
- Bourveau, T., & Schoenfeld, J. (2017). Shareholder activism and voluntary disclosure. *REVIEW OF ACCOUNTING STUDIES*, 22(3), 1307–1339. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9408-0>
- Brandão, I. D. F., Assunção, R. R., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S. M. D. P. (2013). Fatores determinantes do disclosure de *guidance* das companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(21). <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>
- Brandão, I. de F., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2014). *GUIDANCE CHARACTERISTICS IN MAJOR PUBLIC COMPANIES IN BRAZIL*. *Revista Universo Contábil*, 106–127. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014432>

- Brochet, F., Loumioti, M., & Serafeim, G. (2015). Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia. *REVIEW OF ACCOUNTING STUDIES*, 20(3), 1122–1163. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9329-8>
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000a). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171. <https://doi.org/10.2307/2672914>
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000b). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171. <https://doi.org/10.2307/2672914>
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167–201. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.005>
- Celik, O., Ecer, A., & Karabacak, H. (2006). DISCLOSURE OF FORWARD LOOKING INFORMATION: EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES ON ISTANBUL STOCK EXCHANGE (ISE). In *Investment Management and Financial Innovations* (Vol. 3, Issue 2).
- Chen, S.-S., Huang, C.-W., Hwang, C.-Y., & Wang, Y. (2022). Voluntary disclosure and corporate innovation. *REVIEW OF QUANTITATIVE FINANCE AND ACCOUNTING*, 58(3), 1081–1115. <https://doi.org/10.1007/s11156-021-01019-7>
- Chen, X., Cheng, C. S. A., Xie, J., & Yang, H. (2022). Private communication and management forecasts: Evidence from corporate site visits. *CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW*, 30(4), 482–497. <https://doi.org/10.1111/corg.12419>
- Cheng, M., Subramanyam, K. R., & Zhang, Y. (2005). Earnings *Guidance* and Managerial Myopia. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.851545>
- Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. (2008). *CODIM*. <https://cosif.com.br/publica.asp?arquivo=codim-cias-abertas>

- Consoni, S., & Colauto, R. D. (2016). Voluntary disclosure in the context of convergence with International Accounting Standards in Brazil. *Review of Business Management*, 18(62), 658–677. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v18i62.2242>
- da, R. C., Carvalho da Silva, R., Moura Lamounier, W., & dos Santos Andrade, N. (n.d.). Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting DIVULGAÇÃO DO GUIDANCE E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DISCLOSURE OF GUIDANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE. In *CONTABILOMETRIA-Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting* (Issue 1).
- De, B., & Carrion, O. (2016). UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA CAMPUS SANT' ANA DO LIVRAMENTO CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS AS DIFICULDADES DE ACESSO AO CRÉDITO DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (MPE) E O PAPEL DO BNDES NO SEU FINANCIAMENTO.
- Gao, K., Wang, M., & Zhang, R. (2023). Institutional investors' corporate site visits and firm management earnings forecasts. *ACCOUNTING AND FINANCE*. <https://doi.org/10.1111/acfi.13103>
- Goh, B. W., Lee, J., Ng, J., & Yong, K. O. (2016). The Effect of Board Independence on Information Asymmetry. *EUROPEAN ACCOUNTING REVIEW*, 25(1), 155–182. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.990477>
- Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229–259. <https://doi.org/10.1162/003355301556392>
- Haddad, A. E., Shibly, F. B., & Haddad, R. (2020). Voluntary disclosure of accounting ratios and firm-specific characteristics: the case of GCC. *JOURNAL OF FINANCIAL REPORTING AND ACCOUNTING*, 18(2), 301–324. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2019-0055>
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2002). *Institutional Investors and Executive Compensation*.

- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature \$. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 31).
- Heitzman, S., Wasley, C., & Zimmerman, J. (2010). The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms' disclosure decisions. *JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS*, 49(1–2), 109–132. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.10.002>
- Hirst, D. E., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *ACCOUNTING HORIZONS*, 22(3), 315–338. <https://doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>
- Huang, Y., Jennings, R., & Yu, Y. (2017). Product Market Competition and Managerial Disclosure of Earnings Forecasts: Evidence from Import Tariff Rate Reductions. *ACCOUNTING REVIEW*, 92(3), 185–207. <https://doi.org/10.2308/accr-51558>
- Hui, K. W., & Matsunaga, S. R. (2015). Are CEOs and CFOs Rewarded for Disclosure Quality? *ACCOUNTING REVIEW*, 90(3), 1013–1047. <https://doi.org/10.2308/accr-50885>
- Ivo Camacho Alves SALVADOR, P. (2017). O efeito crowding-out via BNDES no mercado brasileiro, no século XXI The crowding-out effect via BDB in the 21st century's Brazilian market. In *Pág* (Vol. 38).
- Jensen, M. C. (1986). American Economic Association Agency Costs of Free Cash Flow}. *American Economic Association*, 76, 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789?origin=JSTOR-pdf>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company.

- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*, 43(3), 453–486. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00177.x>
- Kent, P., & Ung, K. (2003). Voluntary Disclosure of Forward-Looking Earnings Information in Australia. In © *The Australian Graduate School of Management AUSTRALIAN JOURNAL OF MANAGEMENT* (Vol. 28, Issue 3).
- Khan, H. (2015). *A Literature Review of Corporate Governance*. <https://www.researchgate.net/publication/267773286>
- King, T. A., & Fogarty, T. J. (2022). The dramaturgy of earnings *guidance*: an institutional analysis of a soft landing. *ACCOUNTING AUDITING & ACCOUNTABILITY JOURNAL*, 35(4), 1093–1120. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-06-2017-2983>
- Kwadwo Antwi, S., & Hamza, K. (2015). Qualitative and Quantitative Research Paradigms in Business Research: A Philosophical Reflection. In *European Journal of Business and Management www.iiste.org ISSN* (Vol. 7, Issue 3). Online. www.iiste.org
- LANG, M. H., & LUNDHOLM, R. J. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?*. *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623–662. <https://doi.org/10.1506/9N45-F0JX-AXVW-LBWJ>
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246. <https://doi.org/10.2307/2491273>
- Li, X., & Yang, H. I. (2016). Mandatory Financial Reporting and Voluntary Disclosure: The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Management Forecasts. *ACCOUNTING REVIEW*, 91(3), 933–953. <https://doi.org/10.2308/accr-51296>
- Lin, H., Wang, M., & Ding, N. (2024). The role of institutional investor cliques in managers' earnings forecasts. *International Review of Financial Analysis*, 91. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103034>

- Liu, G., & Sun, J. (2022). The effect of firm-specific litigation risk on independent director conservatism. *MANAGERIAL FINANCE*, 48(1), 96–112. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2020-0442>
- Macedo Neto, H., Vasconcelos, A. C. de, De Luca, M. M. M., & Figueiredo Junior, H. S. de. (2014). Fatores Incentivadores da Publicação de *Guidance* pelas Empresas do Ibovespa e sua Conformidade com o Pronunciamento de Orientação N° 04/2008 do CODIM. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(1). https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i1.13314
- Makhija, A. K., & Patton, J. M. (2004). The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: Empirical evidence from Czech annual reports. *JOURNAL OF BUSINESS*, 77(3), 457–491. <https://doi.org/10.1086/386526>
- Miller, G. S., & Piotroski, J. D. (2000). Forward-looking Earnings Statements: Determinants and Market Response. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.238593>
- Penman, S. H. (1980). An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 132. <https://doi.org/10.2307/2490396>
- Peres Tortoli, J., & Botelho Da Costa Moraes, M. (2016). Rio de Janeiro. *Rev. Bras. Finanças (Online)*, 14(1), 125–150. <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0>
- Ruland, W., Tung, S., & George, N. E. (1990). Factors Associated with the Disclosure of Managers. In *Source: The Accounting Review* (Vol. 65, Issue 3).
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sosnowski, T., & Wawryszuk-Misztal, A. (2020). The inclination to public disclosure of financial forecasts by companies listed on the Warsaw Stock Exchange in times of mobile life. *INTERNATIONAL JOURNAL OF MOBILE LEARNING AND ORGANISATION*, 14(3), 338–356. <https://doi.org/10.1504/IJMLO.2020.108225>

- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. In *Source: The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 87, Issue 3). <https://about.jstor.org/terms>
- Stammann, A. ;, Heiß, F. ;, Mcfadden, D., Stammann, A., & Heiss, F. (n.d.). *Standard-Nutzungsbedingungen: Estimation of Fixed Effects Logit Models with Large Panel Data*. <https://hdl.handle.net/10419/145837>
- Useem, M. (1996). Shareholders as a Strategic Asset. *California Management Review*, 39(1), 8–27. <https://doi.org/10.2307/41165874>
- Velte, P., Stawinoga, M., & Lueg, R. (2020). Carbon performance and disclosure: A systematic review of governance-related determinants and financial consequences. *JOURNAL OF CLEANER PRODUCTION*, 254. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120063>
- Verrecchia, R. E. (1983). DISCRETIONARY DISCLOSURE*. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 5).
- Wang, Z., Zhang, Z., & Zhang, H. (2019). Can Institutional Investors Improve Voluntary Management Earnings Forecasts? *EMERGING MARKETS FINANCE AND TRADE*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1613644>
- Yang, D., Wang, J., & Chen, H. (2021). Earnings *guidance*: market pressure or corporate governance? Evidence from corporate innovation in China. *NANKAI BUSINESS REVIEW INTERNATIONAL*, 12(3), 409–433. <https://doi.org/10.1108/NBRI-11-2020-0060>

PARTE 3

PARTE 3 - PRODUTOS TÉCNICOS: BASE DE DADOS TÉCNICO-CIENTÍFICA E MATERIAL DIDÁTICO

RESUMO

Um material didático foi elaborado com textos, vídeos e gráficos interativos para facilitar a compreensão dos conceitos e metodologias ligados à influência de investidores institucionais, governança corporativa no *guidance*. Em complemento, uma base de dados técnico-científica foi estruturada com informações detalhadas de 101 empresas da B3 (2019–2023), incluindo variáveis financeiras e de governança. Ambos os recursos estão disponibilizados em uma plataforma digital de acesso aberto. O site foi concebido para reunir esses conteúdos de forma organizada, apoiando estudos e decisões estratégicas. A iniciativa se destaca por integrar teoria, dados empíricos e aplicação prática.

1 DESCRIÇÃO

Com o objetivo de organizar, sistematizar e disseminar o conhecimento gerado sobre a influência de investidores institucionais e da governança corporativa na divulgação de *guidance* foram desenvolvidos uma **base de dados técnico-científica** e um **material didático**, ambos disponibilizados em um site desenvolvido especificamente para este fim. Esses produtos foram criados como desdobramentos do estudo empírico realizado na Parte 2 desta pesquisa.

O site foi desenvolvido como uma plataforma de acesso aberto, que reúne e organiza informações relevantes para pesquisadores, estudantes, profissionais do mercado financeiro e reguladores. A base de dados técnico-científica contém informações estruturadas sobre as empresas analisadas no estudo empírico, incluindo dados sobre governança corporativa, participação de investidores institucionais, divulgação de *guidance* e outras variáveis financeiras. Já o material didático foi elaborado para auxiliar na compreensão dos conceitos e metodologias utilizados na pesquisa, sendo composto por textos explicativos, vídeos, gráficos e tabelas.

Figura 1 – Tela inicial do site



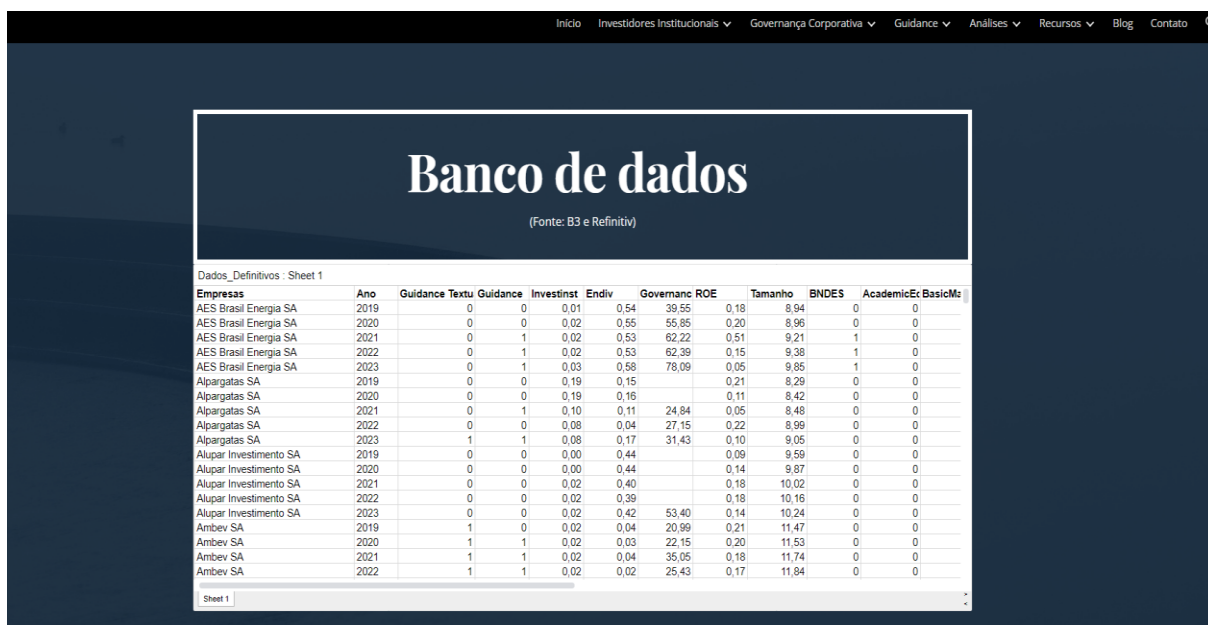
<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing> em 01.02.2025

1.1 Base de Dados Técnico-Científica

A base de dados técnico-científica foi construída a partir dos dados coletados no estudo empírico, que abrangeu empresas listadas na B3 no período de 2019 a 2023. A base de dados inclui informações detalhadas sobre: scores de governança, percentual de participação dos investidores institucionais com ações ordinárias, tamanho da empresa, rentabilidade (ROE), endividamento, setor de atuação, entre outros.

A base de dados foi organizada de forma a permitir consultas e análises, facilitando a replicação de estudos futuros e a aplicação dos dados em diferentes contextos de pesquisa. Além disso, a base de dados está disponível para download no site, com documentação detalhada sobre as variáveis e metodologias utilizadas.

Figura 2 – Tela da apresentação do banco de dados



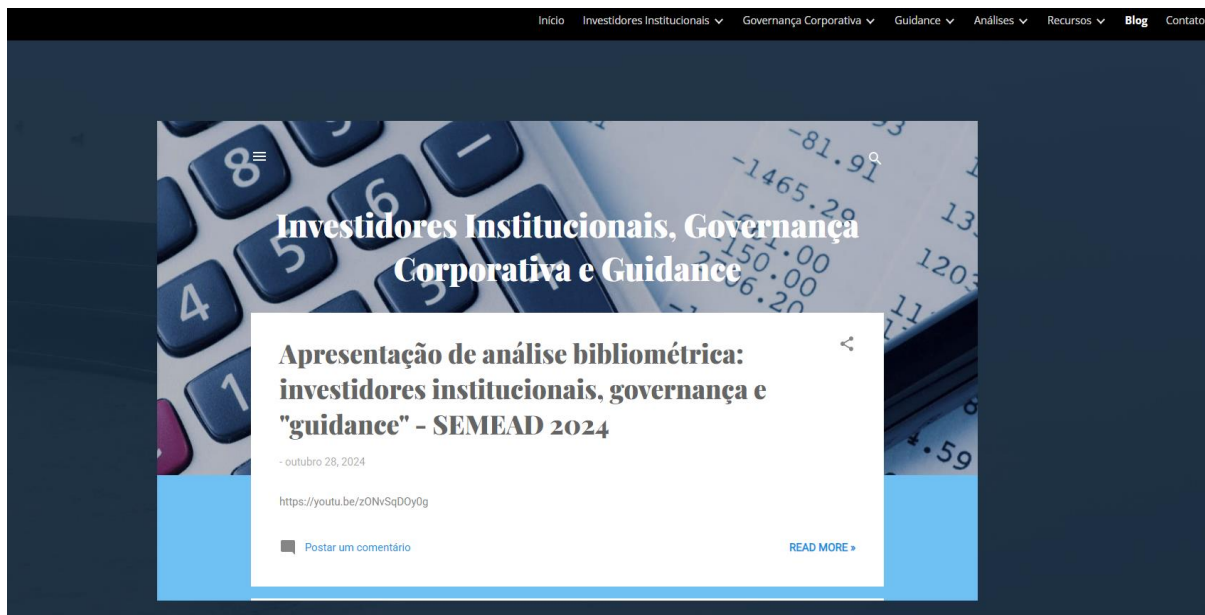
<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing> em 01.02.2025

1.2 Material Didático

O material didático foi desenvolvido com o objetivo de tornar os conceitos e metodologias da pesquisa acessíveis a um público amplo.

Está disponível no site em formato de texto, vídeos explicativos e apresentações interativas, permitindo que os usuários escolham o formato que melhor atenda às suas necessidades.

Figura 3 – Tela do blog



<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing> em 01.02.2025

Figura 4 – Tela da apresentação “SEMEAD 2025”



<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing> em 01.02.2025

1.3 Site

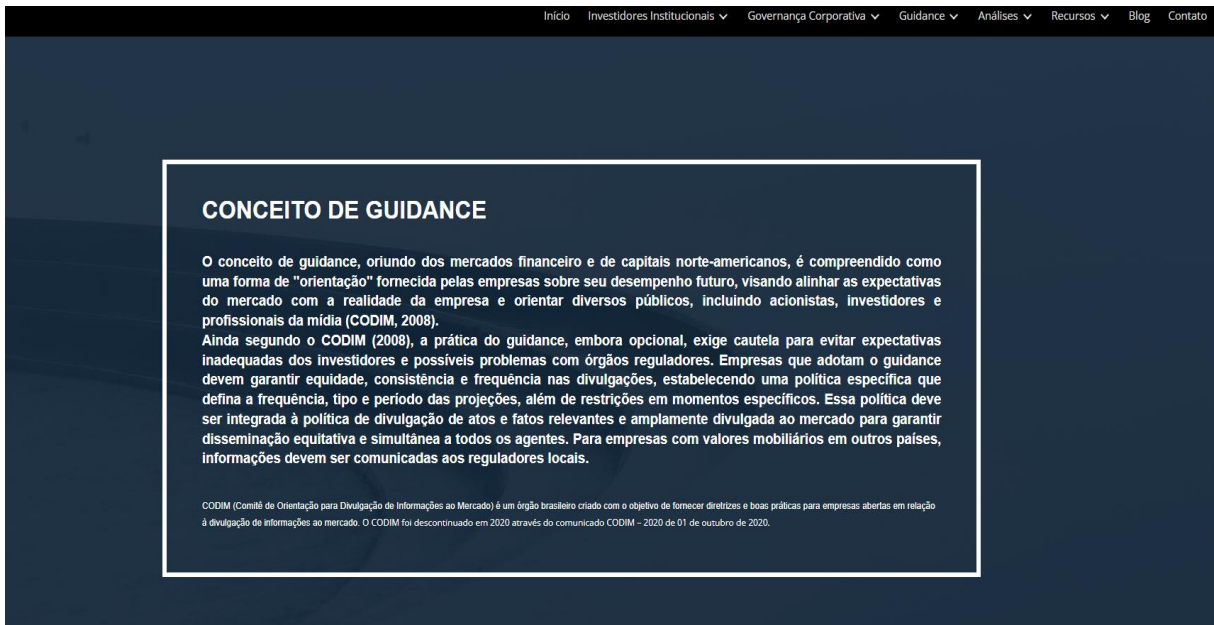
O site foi criado para reunir estudos e referências sobre investidores institucionais, governança corporativa e *guidance*. A proposta é disponibilizar dados, análises e materiais teóricos de forma acessível, organizada e atualizada, auxiliando pesquisas acadêmicas e científicas. Seus principais objetivos incluem:

- Oferecer uma base de dados estruturada para interessados no tema.
- Apresentar resultados da pesquisa, facilitando a compreensão dos conceitos.

A navegação é organizada em seções:

1. **Início:** introdução ao propósito do site.
2. **Investidores Institucionais:** explicação sobre sua influência no mercado.
3. **Governança Corporativa:** informações sobre práticas e indicadores.
4. **Guidance:** análises sobre a divulgação de projeções financeiras.
5. **Análises:** resultados da pesquisa com gráficos, tabelas e interpretações.
6. **Recursos:** referências bibliográficas e links úteis.
7. **Blog:** artigos e discussões sobre os temas centrais.
8. **Contato:** canal para dúvidas e sugestões.

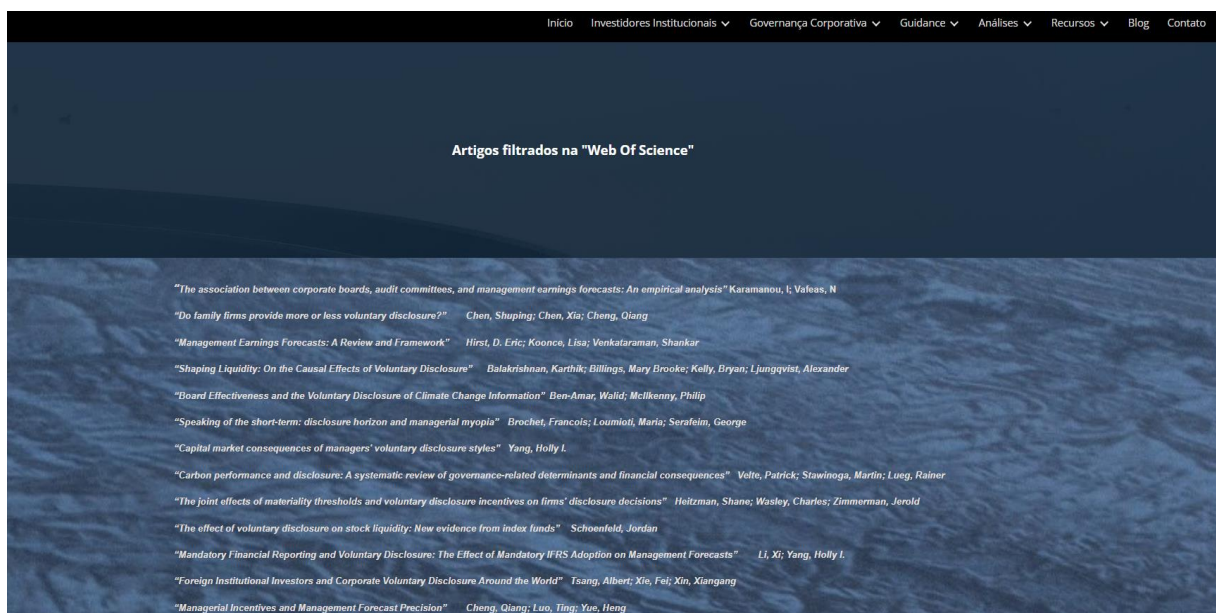
Figura 5 – Tela de apresentação do conceito de *guidance*



<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing> em 01.02.2025

As análises foram baseadas em 58 artigos científicos da *Web of science* e dados de 101 empresas listadas na B3. Esse material foi sistematizado para permitir estudos quantitativos, garantindo embasamento teórico.

Figura 6– Tela de apresentação dos artigos selecionados



<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing> em 01.02.2025

O site representa uma contribuição acadêmica e técnica ao campo da administração e finanças. Além de difundir conhecimento, incentiva pesquisas sobre a influência entre investidores institucionais, governança corporativa e divulgação de *Guidance*.

A plataforma se destaca por integrar essas três áreas, organizando informações de forma acessível e oferecendo análises embasadas em dados empíricos.

Empresas utilizará as informações para embasar decisões estratégicas sobre governança e divulgação de *Guidance*. Para acadêmicos, a plataforma fornece uma base estruturada para novos estudos.

O site reflete os achados desta dissertação, reunindo bases teóricas e empíricas, ferramentas analíticas e discussões críticas. Sua relevância se manifesta em três dimensões:

- **Acadêmica:** subsídio para pesquisas e debates.
- **Empresarial:** informações estratégicas para empresas.
- **Social:** promoção da transparência e confiança no mercado financeiro.

A interface intuitiva facilita o acesso às informações, permitindo rápida navegação entre as seções. As funcionalidades incluem acesso organizado a bancos de dados e análises quantitativas, assegurando praticidade na busca por informações.

Diferentemente de outras iniciativas, o site:

- Integra três áreas interligadas em uma única plataforma.
- Baseia-se em dados originais e sistematizados.
- Conecta teoria e prática, transformando conhecimento acadêmico em insights úteis para o mercado.

A criação do site envolveu conceitos de administração, contabilidade, tecnologia e comunicação, garantindo uma solução integrada e aplicada à realidade acadêmica e empresarial.

Endereço do site:

<https://sites.google.com/view/instgovguide?usp=sharing>

2. REFERÊNCIAS

CAPES - DIRETRIZES PARA QUALIFICAÇÃO DE PRODUTOS TÉCNICOS E TECNOLÓGICOS - www.gov.br/capes/pt-br/centrais-de-conteudo/documentos/avaliacao/DiretrizesparaqualificaodePTT.pdf - consulta em 11/01/2025

ANEXO – ELEMENTOS DOS PRODUTOS TÉCNICOS DESENVOLVIDOS

Os produtos técnicos desenvolvidos como resultados desta dissertação reúnem uma base de dados e material didático sobre investidores institucionais, governança corporativa e divulgação de *guidance*. Esse material está disponível em um site criado para organizar e compartilhar os conteúdos de forma clara e acessível. A proposta se encaixa diretamente na linha de pesquisa Finanças Corporativas e Investimentos do Mestrado Profissional em Administração do IFMG – Campus Formiga.

O produto nasceu da pesquisa “A influência dos investidores institucionais e da governança corporativa na divulgação de *guidance* nas empresas brasileiras”. A construção da base de dados seguiu critérios metodológicos, com apoio em teorias consolidadas como a da Agência e a da Divulgação Voluntária. Os dados empíricos foram coletados de empresas listadas na B3, no período de 2019 a 2023.

1. Aderência

A aderência se manifesta na forma como os produtos técnicos se alinham aos objetivos gerais da pesquisa, ao integrar teoria, dados empíricos e aplicações práticas, promovendo uma conexão direta entre os fundamentos estudados e sua utilização em contextos reais. O site criado para hospedar os recursos foi estruturado para reunir conteúdos de maneira organizada, visando apoiar estudos futuros, decisões estratégicas no setor empresarial e aprimoramento das práticas de governança e transparência corporativa. Assim, está plenamente alinhado ao propósito da dissertação e às diretrizes do programa de pós-graduação, contribuindo para a consolidação de uma abordagem integrada entre ensino, pesquisa e extensão.

O site facilita o acesso ao material por estudantes, pesquisadores e profissionais. Serve como apoio ao ensino, estimula novas pesquisas e contribui para decisões mais fundamentadas no meio corporativo. Investidores, gestores e reguladores encontram ali ferramentas úteis para entender melhor os fatores que influenciam a divulgação de *guidance*, fortalecendo a transparência e a governança no mercado de capitais.

A proposta mostra aderência aos objetivos do programa de pós-graduação. Integra pesquisa, prática e ensino em uma mesma iniciativa. A criação da base de dados e do material

didático reforça o compromisso com a produção de conhecimento aplicado. Além de consolidar os achados da dissertação, o produto amplia o impacto da pesquisa ao estimular o uso acadêmico e profissional das informações reunidas.

2. Impacto

Os impactos da base de dados e do material didático se desdobram em diversas dimensões:

Acadêmica: A base oferece uma sistematização de dados inéditos sobre 101 empresas brasileiras listadas na B3 (2019–2023), além da organização de 58 artigos científicos sobre o tema. Isso viabiliza novos estudos, projetos de iniciação científica, trabalhos de conclusão de curso e dissertações, estimulando a produção acadêmica.

Profissional e Institucional: O material didático pode ser utilizado em disciplinas de graduação e pós-graduação, em treinamentos internos de empresas e como suporte para políticas de governança. Os dados empíricos favorecem diagnósticos estratégicos sobre *disclosure* corporativo e relações com investidores institucionais.

Social: Ao promover a compreensão sobre práticas de governança e transparência informacional, contribui para uma cultura de responsabilidade empresarial e maior confiança de *stakeholders* no mercado de capitais.

3. Aplicabilidade

A estrutura dos produtos prioriza a usabilidade e aplicabilidade prática:

A base de dados está organizada por indicadores financeiros, setoriais e de governança, com classificação por ano, setor e características da estrutura acionária.

O material didático inclui conteúdos conceituais, aplicações e orientações metodológicas para análise empírica.

Ambos os produtos foram estruturados para facilitar o uso por docentes, discentes, pesquisadores e profissionais do mercado, servindo como ferramenta de ensino, pesquisa e aplicação prática.

Essa aplicabilidade direta torna os produtos úteis em múltiplos contextos – acadêmico, institucional e mercadológico.

4. Inovação

A inovação dos produtos técnicos está em sua abordagem integrada e aplicada:

Reúne três campos interdependentes (investidores institucionais, governança corporativa e *guidance*) com dados organizados.

Material didático aplicado à realidade brasileira, preenchendo lacunas de conteúdo local em finanças e governança corporativa com base em dados reais da B3.

Ferramenta pedagógica, que traduz conceitos complexos da dissertação em recursos de fácil compreensão, promovendo ensino baseado em evidências.

Essa proposta representa uma inovação incremental no ensino e na pesquisa sobre finanças corporativas no Brasil.

Utiliza base de dados da plataforma “Refinitiv”, até então não utilizados em outras pesquisas sobre o tema.

5. Complexidade

O desenvolvimento da base de dados e do material didático exigiu:

Integração de múltiplos saberes: teóricos, metodológicos e empíricos. Exemplos: Teoria da agência, estatística aplicada, análise bibliométrica e modelagem econométrica.

Processo metodológico estruturado: desde a análise de 58 artigos científicos até o levantamento e organização dos dados de 101 empresas listadas na B3.

Multidisciplinaridade ativa: combinou conhecimentos das áreas de economia, finanças, administração, estatística e educação.

Esse processo de desenvolvimento exigiu alto grau de sofisticação, resultando em produtos sólidos, consistentes e úteis tanto na academia quanto no mercado.