

O efeito do Guidance na Relevância da Informação Contábil no Brasil

DOI: 10.4025/enfoque.v40i3.50462

Renata Souza da Costa

Mestra em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCC/UFRJ

E-mail: renatasouzadacosta@gmail.com

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-7424-5367>

José Elias Feres de Almeida

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA/USP)

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGCC/UFRJ) e do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo (PPGCon/UFES)

E-mail: jose.e.almeida@ufes.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-5220-0598>

Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Doutor em Engenharia de Produção pela COPPE/UFRJ com Pós-Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGCC/UFRJ)

e do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo (PPGCon/UFES)

E-mail: malvaro@facc.ufrj.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-2071-8661>

Recebido em: 25.11.2019

Aceito em: 01.04.2020

2ª versão aceita em: 07.05.2020

RESUMO

Este estudo investiga a influência da divulgação de *guidance* na relevância da informação contábil de empresas listadas na B3. Para medir a relevância informacional dos números contábeis divulgados, foram utilizadas as métricas de coeficiente de resposta ao lucro e de *value relevance* (VR). Na amostra de 170 companhias não financeiras listadas na B3, entre 2010 a 2016, cerca de 30% delas divulgaram o *guidance* em seus Formulários de Referência. Os resultados indicam que o *guidance*, apesar de ser significativo para explicar o retorno corrente anual, não possui relação com o coeficiente de resposta ao lucro. A análise de VR mostra que o *guidance* aumenta a relevância do patrimônio líquido. Os resultados contribuem para mostrar a investidores, analistas e acionistas a importância das informações financeiras prospectivas divulgadas no *guidance* para a avaliação das companhias, entre outras tomadas de decisão. Este estudo amplia as evidências anteriores sobre a divulgação do *guidance* no mercado de capitais.

Palavras-chave: *Guidance*; Previsões; Relevância da Informação Contábil; Coeficiente de Resposta ao Lucro.

The effect of the guidance on the value relevance of the accounting information in Brazil

ABSTRACT

This study investigates the influence of the guidance reported on the value relevance of accounting figures by Brazilian public companies listed on B3 Stock Exchange. To measure the value relevance of the accounting figures reported, we use two metrics of earnings quality, the Earnings Response Coefficients (ERC) and the Value Relevance (VR). The sample consists of 170 non-financial public companies between 2010 and 2016, about 30% of the companies has reported the guidance in the Reference Form. The VR analysis indicates that the guidance increases the value relevance of the book value. Our results contribute to the investors, analysts and shareholders by showing the relevance of prospective financial information reported on guidance to evaluate

the companies, among other decisions. This study expand prior evidence of the guidance report disclosed in the capital market.

Keywords: Guidance; Forecasts; Value Relevance; Earnings Response Coefficient.

1 INTRODUÇÃO

As companhias de capital aberto divulgam relatórios financeiros com informações sobre seus resultados e atividades operacionais ao mercado acionário, seja de maneira compulsória, por intermédio de leis e instruções (CVM, 2009), ou voluntária. Quando essas informações são relevantes (possuem utilidade para o investidor) e permitem a avaliação sobre o futuro do investimento, passam a ser incorporadas ao preço das ações (BEAVER, 1968; FAMA, 1970).

As informações divulgadas pelas empresas, quando úteis, servem para diminuir a assimetria informacional existente entre os gestores e os usuários externos dessas informações. Afinal, se nenhuma informação sobre a atividade da empresa fosse exigida, seria muito propício aos gestores divulgarem somente aquilo que lhes convém, enviesando a avaliação dos investidores e credores sobre a empresa (MURCIA, 2010).

Baseando-se nisso, algumas empresas optam por meios de comunicação adicionais aos obrigatórios pela legislação, como por exemplo: divulgação de projeções feitas pela administração; apresentação para analistas e investidores; conferências; site na internet; e outros meios corporativos (HEALY; PALEPU, 2001). Uma prática adotada nacionalmente quanto à divulgação voluntária das projeções sobre o desempenho futuro é denominada como *guidance*. Essa prática tem o intuito de levar informações prospectivas de cunho financeiro e/ou operacional aos investidores, para diminuir a assimetria de informação e, conseqüentemente, a incerteza por parte dos usuários externos (BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014; CODIM, 2008).

Por outro lado, também existem movimentos contrários ao esperado pelo mercado em rela-

ção à divulgação do *guidance*. Em comunicado ao mercado recente, a Grendene, em decisão colegiada em 2019, optou descontinuar a divulgação do *guidance* sob a justificativa de que ele “deixou de agregar valor para a Companhia, para seus investidores e o mercado em geral” (GRENDENE, 2019). No entanto, informações prospectivas se mostram úteis para a avaliação dos investidores, de modo a influenciar a informatividade dos lucros reportados e a expectativa de lucros futuros (LUNDHOLM; MYERS, 2002). Ao mesmo tempo em que, o estudo de Cruz et al. (2015) mostra que o *disclosure* de determinados indicadores presentes no *guidance* possui relação significativa com o retorno anormal acumulado.

Sabendo que há possibilidade de a divulgação de projeções ser um meio útil para levar informação incremental à informação contábil divulgada e para auxiliar na precificação das empresas, surgiu a seguinte questão de pesquisa: Qual o efeito da divulgação de *guidance* na relevância da informação contábil no mercado de capitais brasileiro? Mais especificamente, a questão de pesquisa busca investigar a influência do *guidance* na relevância da informação contábil sob a ótica do retorno acionário (coeficiente de resposta ao lucro) e do preço das ações (*value relevance*) das companhias abertas brasileiras listadas na B3. Pelo fato do *guidance* ser um relatório voluntário específico, por conter expectativas de possíveis benefícios futuros, espera-se que tais projeções possam ser úteis para auxiliar no processo de avaliação/precificação dos fluxos de caixa futuros dessas empresas por investidores, analistas e acionistas. Além disso, o *guidance* pode ser útil para reduzir incertezas e monitorar o desempenho da gestão das empresas (BRAVO, 2016).

Os resultados indicam que lucro e patrimônio líquido têm relação positiva com o retor-

no acionário e/ou preço das ações, o que está de acordo com as pesquisas e abordagens de análises anteriores (COLLINS et al. 1994; COLLINS; MAYDEW; WEISS; 1997), enquanto o *guidance* proporciona uma valorização no preço das ações e um ganho informacional nos dados do patrimônio líquido das companhias abertas. Ao se tratar especificamente dos resultados econômico-financeiros, não há evidências de que as projeções tenham interferência na relevância dos lucros presentes e futuros.

O estudo está dividido da seguinte forma após esta introdução: seção 2 apresenta a revisão de literatura e desenvolvimento das hipóteses; a seção 3 aborda a metodologia, apresentando os modelos econométricos, amostra, período e coleta de dados utilizados para a análise; já a seção 4 apresenta os resultados; e, por fim, na seção 5 as conclusões do estudo.

2 REVISÃO DE LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL-FINANCEIRA

Para a informação sobre fatores econômicos ou políticos ser considerada relevante é necessário que a mesma induza uma mudança na decisão do investidor, seja de manter ou vender tal investimento (BEAVER, 1968). Neste contexto, Fama (1970) propõe a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), que pode ser mensurada em sua forma semiforte admitindo que o preço da ação se ajusta a cada nova informação divulgada quando a mesma é relevante ao mercado de capitais. Assim, como a precificação das ações é baseada na expectativa de lucros e fluxos de caixa futuros de tal ativo, quando a empresa divulga coisas boas sobre suas atividades, melhora a perspectiva e, dessa forma, o preço tende a subir, acontecendo o inverso quando as notícias divulgadas são negativas (FAMA et al., 1969).

2.1.1 Coeficiente de Resposta ao Lucro

Para Collins e Kothari (1989), nos resultados obtidos em estudos de associação, a partir do uso de regressões, é possível verificar se o processo de determinação do lucro é consistente com a avaliação dos eventos refletidos no preço das ações. Essa relação foi denominada de Coeficiente de Resposta ao Lucro (*Earnings Response Coefficients* - ERC), que pode ser interpretada como a capacidade de resposta dos investidores à divulgação do lucro.

Deixando de investigar meramente os lucros já reportados, que tratam de eventos passados, Collins et al. (1994) estimaram uma regressão na qual o comportamento das ações, mensurado pelo retorno acionário do período, foi a variável determinada para ser explicada pela divulgação de lucros realizados do ano corrente e dos anos subsequentes ($t+1$, $t+2$ e $t+3$), sendo *proxies* de “oportunidade de crescimento”. Isto é, partiu-se da premissa que o investidor revisa sua expectativa a partir de alguns eventos econômicos que não são capturados no lucro corrente, mas que são revelados quando condições de reconhecimento contábil são satisfeitas no lucro futuro. À vista disso, o coeficiente passou a investigar quanto efetivamente de informação sobre resultado futuro já está contido no retorno das ações, ampliando-se para Coeficiente de Resposta ao Lucro Futuro (*Future Earnings Response Coefficients* - FERC).

Os resultados da pesquisa de Collins et al. (1994) apontaram para um aumento do poder explicativo da regressão, a partir da inclusão de resultados futuros. Assim, compreendeu-se que apenas o *reporting* contábil do período atual não é suficiente para explicar o comportamento do retorno. Isso leva a corroborar a ideia de que há informação refletida no preço das ações sobre a expectativa de resultados futuros que não estão contidas na mensuração do lucro atual (COLLINS; KOTHARI, 1989).

De modo geral, Kothari (2001) defende as pesquisas sobre o ERC por acreditar que tem uso potencial na avaliação das empresas (*valua-*

tion), afinal, os números contábeis são peças importantes para estimar os fluxos de caixa futuros das empresas. Por sua vez, Dechow, Ge e Schrand (2010) reconheceram que, em um contexto de decisões com base na avaliação do patrimônio, quanto maior o ERC mais informativo é o lucro para o mercado. Deste modo, em uma regressão, lucros com maior poder preditivo (R^2) são considerados mais relevantes para a tomada de decisões dos investidores, sendo uma *proxy* direta de qualidade do lucro.

Com base no exposto, apresenta-se a primeira hipótese deste estudo:

H1: A divulgação do *guidance*, nos formulários de referência das empresas brasileiras, possui relação positiva com o Coeficiente de Resposta ao Lucro (ERC) e do Lucro Futuro (FERC) do mercado brasileiro de capitais.

2.1.2 Value Relevance

A pesquisa desenvolvida por Collins, Maydew e Weiss (1997), denominada de *value relevance* (VR), foi uma das primeiras a testar a relevância da informação contábil no mercado acionário. Em um período de 40 anos, os autores puderam observar que o lucro líquido (LL) e o patrimônio líquido (PL) divulgados nas demonstrações anuais têm relação positiva significativa com a variação dos preços das ações, ou seja, são informações relevantes ao mercado e essa relevância aumentou com o passar dos anos.

No Brasil, diversos pesquisadores buscaram verificar o poder explicativo de indicadores contábeis na formação do preço das ações. Silva, Macedo e Marques (2012) verificaram que nas empresas do setor elétrico, o LL e o PL são as informações contábeis mais relevantes para o mercado de capitais, quando comparadas com o fluxo de caixa operacional e EBITDA – principalmente por essa última não apresentar relação significativa com o preço das ações.

Gonçalves et al. (2014) constataram que o lucro líquido por ação (LLPA) sofreu um impacto

positivo na relevância da informação contábil após o processo de convergência internacional, o que gerou um ganho informacional e apresentou maior importância na formação dos preços das ações do mercado de capitais no Brasil. Esse resultado pode ser devido ao fato das normas IFRS propiciarem uma contabilidade mais voltada a realidade econômica das empresas (GONÇALVES et al., 2014).

Estatisticamente, os estudos nacionais mencionados anteriormente constataram que variação do LL juntamente com a do PL da empresa, são capazes de explicar cerca de 30% da variação do preço das ações. A partir da análise da relevância da informação contábil, formulou-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2: A divulgação de *guidance*, nos formulários de referência das empresas brasileiras, possui relação positiva com o *value relevance* (VR) no mercado brasileiro de capitais.

2.2 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

2.2.1 Aspectos Gerais

Quando os acionistas investem em uma empresa, fica a cargo dos administradores gerir o capital investido, e isso implica em tomar decisões sobre o mesmo. Desse modo, os administradores são os maiores detentores de informações sobre o progresso do capital, enquanto os investidores dependem das informações disponibilizadas para poderem tomar decisões a respeito do investimento. Em tal caso, nota-se a existência de um ambiente informacional desigual no qual podem ocorrer conflitos de interesses entre esses agentes (JENSEN; MECKLING, 1976).

Além da divulgação requerida por normas e regulações, algumas empresas optam pela comunicação voluntária para evidenciar a competência dos gestores, de modo que possam diminuir a assimetria de informações e obter maior credibilidade entre os acionistas, reduzir o risco do investimento, custos de litígio, entre outros motivos (HEALY; PALEPU, 2001).

Verrecchia (2001) põe em discussão o *disclosure* voluntário com base na Teoria da Divulgação, isto é, o *disclosure* é instrumento de redução da assimetria informacional. Ademais, Dye (2001) defende que, estrategicamente, os gestores só divulgarão o que for conveniente para a entidade, o que implica dizer que o *disclosure* voluntário somente acontecerá quando a empresa estiver em uma situação favorável. Sendo assim, infere-se que o investidor racional interpreta a não divulgação de informações como algo negativo, podendo até mesmo aumentar a incerteza quanto ao investimento e, conseqüentemente, diminuir o valor de mercado da companhia (VERRECCHIA, 2001).

2.2.2 Guidance

No Brasil, há a regulamentação para companhias de capital aberto do Comitê de orientação para divulgação de informações ao mercado (CODIM, 2008) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2009) para a emissão voluntária de informações sobre o futuro. Esse tipo de publicação fornece dados que podem ser incorporados à análise do mercado sobre o desempenho futuro – seja econômico-financeiro ou mesmo o operacional – da empresa que está publicando, mesmo que não tenha caráter de promessa.

O CODIM (2008) admite como *guidance* toda e qualquer informação sobre a projeção de resultados da companhia, devendo disponibilizar tais informações nas plataformas regulamentadas, podendo ser também disseminadas no *website* da companhia e em *financial releases*. A instrução nº 480 da CVM (2009) delibera como facultativa a divulgação de projeções e estimativas pelas companhias. Quando a companhia optar em divulgar *guidance*, deverá incluí-lo no Formulário de Referência (FR), mais especificamente nos itens 11.1 e 11.2 do formulário.

Pesquisas nacionais identificaram algumas características apresentadas por empresas que divulgaram o *guidance* (BRANDÃO et al.,

2013; BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014; MACEDO NETO et al., 2014). Uma observação comum apontada por essas pesquisas é que quase a totalidade das empresas é listada nos níveis diferenciados de governança corporativa, principalmente no Novo Mercado, sugerindo que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa são as que tendem a declarar mais suas projeções e estimativas ao mercado de capitais.

Observou-se que 41,9% das empresas do Ibovespa publicaram *guidance* em seus FR de 2009, sendo que o tipo de *guidance* mais publicado diz respeito a resultados financeiros, seguido das projeções de investimento e de estratégia (MACEDO NETO et al., 2014). 43% das empresas listadas no *ranking* da revista Exame Maiores e Melhores, no ano de 2011, divulgaram projeções de natureza, predominantemente, quantitativa (estimadas em valor absoluto ou intervalar) e voltada para o curto prazo (BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014). Ainda em 2011, apesar de apenas 27,4% das companhias abertas não financeiras listadas na BM&FBovespa terem divulgado suas projeções no FR, a maioria está em consonância com os aspectos formais recomendados pela CVM (2009) e pelo CODIM (2008) (BRANDÃO et al., 2013).

2.3 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES E A REAÇÃO DO MERCADO: ESTUDOS ANTERIORES

Considerando que as notícias disponibilizadas pelas empresas são importantes para subsidiarem a tomada de decisão sobre as mesmas (HEALY; PALEPU, 2001), a divulgação voluntária de informações contábeis tem sido estudada internacionalmente nos últimos anos para saber se os investidores acham relevante o que está sendo evidenciado pelas empresas (AGAPOVA; MADURA, 2015; ANILOWSKI; FENG; SKINNER, 2007; BRAVO, 2016; GELB; ZAROWIN, 2002; LUNDHOLM; MYERS, 2002). Afinal, a recomendação das normas internacionais é que se deve levar em

consideração se o benefício em evidenciar tais informações aos usuários é superior ao seu custo (CPC, 2011).

Com o objetivo de investigar se o nível de *disclosure* voluntário afeta as informações sobre o lucro refletidas nos retornos acionários das empresas, Gelb e Zarowin (2002) segregaram a análise em duas amostras compostas por companhias não financeiras dos Estados Unidos: empresas com alto e com baixo nível de evidenciação. Segundo os achados, nas empresas com maior nível de divulgação voluntária, os coeficientes de resposta ao lucro corrente e futuro foram maiores, revelando que a maior divulgação fornece benefícios informacionais aos investidores.

De maneira semelhante, Lundholm e Myers (2002) utilizaram uma variável *dummy* representativa do nível de *disclosure* para interagir com as variáveis de ERC e FERC, constatando que, no período de 1980 a 1994, a disponibilização de informações preditivas teve uma relação positiva e significativa na associação entre retornos correntes e ganhos futuros. Dessa forma, os autores concluíram que os retornos correntes aumentam à medida que os gestores revelam suas projeções ao mercado de capitais, ou seja, há uma valorização das ações da empresa a partir da publicação de dados que complementam o cômputo de expectativas futuras.

Anilowski, Feng e Skinner (2007) e Agapova e Madura (2015) buscaram verificar se o *guidance* é capaz de afetar o retorno das ações e, para tanto, as previsões foram divididas em neutras, otimistas e pessimistas. Os autores constataram que apenas o ato por si só de publicar projeções não garante à empresa o incremento do valor de suas ações, pois o mercado reage negativamente à divulgação de projeções pessimistas, enquanto há uma relação positiva entre as projeções otimistas e o retorno das ações. Acredita-se que ao saber de resultados futuros pessimistas, os investidores ajustam o preço das ações incorporando

o resultado negativo, ocasionando uma queda no retorno acionário.

Com relação ao conflito de interesses dos agentes (JENSEN; MECKLING, 1976), entende-se que a divulgação de informações relevantes reduz a incerteza e, consequentemente, influencia o risco sobre o investimento na empresa (BRAVO, 2016). Reforçando os achados das pesquisas mencionadas anteriormente, no estudo de Bravo (2016), as conclusões também apontaram que o *disclosure* de projeção de resultados futuros reduz a volatilidade dos preços das ações (medida de incerteza). No entanto, esse efeito foi observado somente pelas empresas com boa reputação corporativa, indicando, assim, que a reputação corporativa afeta a maneira como o investidor avalia a informação divulgada pelas empresas.

Além do mercado acionário dos Estados Unidos, mercados de outros países foram investigados para verificar se o *disclosure* voluntário é algo pertinente, ou não, aos investidores. Na Dinamarca foi verificada relação negativa entre o nível de *disclosure* voluntário e a associação de retornos correntes e ganhos futuros (BANGHØJ; PLENBORG, 2008), enquanto que no Reino Unido a divulgação voluntária de informações acerca da empresa gera um efeito positivo e significativo no valor de mercado das companhias que a fazem (WANG; HUSSAINEY, 2013). Em todo o caso, o *disclosure* de projeções de resultados futuros da empresa mostrou ser relevante ao mercado de capitais, fazendo o mesmo reagir de acordo com o tipo de informação divulgada.

Pesquisas nacionais também foram desenvolvidas com o intuito de identificar como a divulgação voluntária de informações acerca da entidade, incluindo o *guidance*, pode influenciar a percepção dos usuários externos (CRUZ et al., 2015; MARTINS; PAULO; GIRÃO, 2016; SANTOS; COELHO, 2018).

Cruz et al. (2015) buscaram identificar a relação existente entre a divulgação de *guidance*

e o desempenho financeiro das empresas listadas na BM&FBovespa e, para tanto, o desempenho financeiro foi medido pelo retorno anormal das empresas. À priori, apenas a divulgação sobre indicadores econômico-financeiros apresentaram ter relação positiva e significativa com o desempenho financeiro. No entanto, quando as empresas que publicam o *guidance* foram comparadas com as que não publicam, Cruz et al. (2015) não encontraram relação significativa entre prática de *guidance* e o comportamento do retorno anormal das empresas, sugerindo que o aumento associado ao desempenho não é considerável a ponto de se destacar das empresas que não o fazem.

Em um estudo de caso cujo objetivo foi investigar a relação entre o preço da ação e a divulgação de informações corporativas, Martins, Paulo e Girão (2016) verificaram que as notícias divulgadas voluntariamente no *website* da empresa investigada têm reflexo positivo sobre a formação do preço das ações. Os autores acreditam que por não ser regulamentado, esse tipo de informação pode enfatizar as “boas notícias” e, com isso, o mercado passa a agregar mais valor à empresa, aumentando o preço de suas ações.

Ao reconhecer a importância da reação do mercado diante do tipo de informação divulgada pela empresa, Souza et al. (2018) verificaram que a divulgação de projeções específicas de resultados em um ano aumentou o nível de *accruals* discricionários do ano seguinte. Isto é, as empresas que divulgaram o *guidance* de seus lucros futuros, foram as que mais gerenciaram seus resultados por meio de *accruals* para atender as expectativas dos investidores. Para os autores, os indicadores de investimen-

tos não apresentaram significância estatística por não serem alterados por gerenciamento de resultados.

Santos e Coelho (2018) analisaram o *value relevance* de informações sobre o risco divulgadas nos FR de 100 empresas listadas na BM&FBovespa. Os resultados indicam que a evidência sobre diversos fatores de risco está associada negativamente ao preço das ações. Segundo os autores, “isso poderia se dar porque o investidor é pessimista e opta por antecipar os riscos na avaliação, não sobreavaliando o negócio.” (SANTOS; COELHO, 2018, p. 401). Assim, constatou-se que outras notícias institucionais, juntamente com as demonstrações contábeis, são relevantes para a avaliação de empresas por investidores e acionistas.

3 METODOLOGIA

3.1 MODELOS

O objetivo principal do presente estudo é investigar a influência da divulgação de *guidance* na relevância da informação contábil sob a ótica do retorno acionário e do preço das ações das empresas listadas na B3. Para tanto, o presente estudo se fundamenta no estudo de Collins et al. (1994), o qual partiu do conceito que a variação no preço das ações é explicada pela divulgação contábil da empresa – lucros passados – juntamente com a expectativa do mercado a partir de alguns eventos econômicos – lucro futuro. Deste modo, a equação 1 apresenta o β_1 como coeficientes de lucro corrente (ERC) e β_2 como coeficientes de lucro futuro (FERC).

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LLPA_{i,t} + \beta_2 LLPA_{i,t+k} + \beta_3 LLPA_{i,t-1} + \beta_4 R_{i,t+k} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Espera-se que os ERC e FERC sejam positivos, visto que tais ganhos explicam um aumento no retorno acionário. Por outro lado, o lucro passado (β_3) e o retorno futuro (β_4) são incluídos no modelo para extrair a informa-

ção contida na variação dos preços das ações que não sejam próprios da nova informação contábil e por isso é esperado que tenham sinal negativo (COLLINS et al., 1994; KOTHARI, 2001; LUNDHOLM; MYERS, 2002).

Fora acrescentada a variável *Guidance* à equação 2 para interagir com as variáveis de lucros “atual” e futuro, com o intuito de verificar se a

divulgação de projeção pelas empresas tem impacto na percepção do mercado no processo de determinação de fluxos de caixa futuros:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LLPA_{i,t} + \beta_2 LLPA_{i,t+1} + \beta_3 LLPA_{i,t-1} + \beta_4 R_{i,t+1} + \beta_5 GUID_{i,t} + \beta_6 GUID_{i,t} * LLPA_{i,t} + \beta_7 GUID_{i,t} * LLPA_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

$R_{i,t}$ = Retorno do fechamento anual da ação da empresa i, durante o ano t;

$LLPA_{i,t-1}$ = Lucro Líquido por ação da empresa i no período passado t-1;

$LLPA_{i,t}$ = Lucro Líquido por ação da empresa i no período corrente t;

$LLPA_{i,t+1}$ = Lucro Líquido por ação da empresa i no período futuro t+1;

$R_{i,t+1}$ = Retorno do fechamento futuro da empresa i no ano t+1;

$GUID_{i,t}$ = Variável *Dummy* de divulgação de projeção futura da empresa i, assumindo 1 se a empresa divulgou o *guidance* no Formulário de Referência referente ao ano t, e 0 caso contrário;

$\varepsilon_{i,t}$ = toda informação relevante que não é explicada pelas demais variáveis.

Com as mudanças institucionais ocorridas no mercado brasileiro de capitais desde 2007 (Lei 11.638), as demonstrações contábeis passaram a ter uma padronização a partir de 2010. Além disso, o FR também só começou a ser

exigido a partir da mesma data (CVM, 2009). Deste modo, por não ter um extenso espaço temporal, opta-se por utilizar apenas um período subsequente como lucro futuro, para aumentar a amostra. Os dados utilizados nas regressões, inclusive os referentes às informações futuras ($LLPA_{i,t+1}$ e $R_{i,t+1}$), foram os efetivamente divulgados pelas companhias.

Adicionalmente, a presente pesquisa realizou uma análise de VR para saber se a divulgação de projeções é estatisticamente significativa para explicar a composição do preço das ações. Para essa análise, todas as empresas listadas devem apresentar PL positivo.

Os testes utilizados para medir a relevância da divulgação da informação contábil frente ao mercado de capitais tiveram como base o trabalho de Collins, Maydew e Weiss (1997), Silva, Macedo e Marques (2012) e Gonçalves et al. (2014) e, por isso, a análise foi dividida em duas etapas. Na primeira etapa (equação 3) é analisada a relevância do lucro líquido e patrimônio líquido na composição dos preços das ações, enquanto na segunda etapa (equação 4) é acrescentado a variável “*guidance*” à análise. As equações são especificadas a seguir:

$$p_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LLPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$p_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LLPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \beta_3 GUID_{i,t} + \beta_4 GUID_{i,t} * LLPA_{i,t} + \beta_5 GUID_{i,t} * PLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que:

$P_{i,t}$ = Preço da ação de fechamento em 31/Mar da empresa i, referente ao ano t;

$LLPA_{i,t}$ = Lucro Líquido por ação da empresa i, no ano t;

$PLPA_{i,t}$ = Patrimônio Líquido por ação da empresa i, no ano t;

$GUID_{i,t}$ = Variável *Dummy* de divulgação de projeção futura da empresa i , assumindo 1 se a empresa divulgou o *guidance* no Formulário de Referência referente ao ano t , e 0 caso contrário;

$\varepsilon_{i,t}$ = toda informação relevante que não é explicada pelas demais variáveis.

A relevância testada pelas equações 3 e 4 é verificada pela significância estatística de cada termo independente e pelo R^2 da regressão, medida do poder explicativo dos modelos conforme estudos anteriores já citados. Nesta

análise, procurará saber se o preço das ações é explicado pelo valor do lucro, patrimônio líquido e divulgação de *guidance* das empresas.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS

A amostra da pesquisa é de caráter não probabilístico e será composta pelas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa (B3), realizadas as seguintes exclusões em cada ano de análise (Tabela 1):

Tabela 1 – Exclusões da amostra

Total de empresas ativas listadas na Bovespa em 14/09/2017	898
(-) Fundos de Investimento	-184
(-) BDR's não patrocinados	-118
(-) Empresas financeiras	-144
(-) Empresas repetidas, com mais de uma ação negociada	-192
(-) Empresas com Liquidez inferior a 0,01 e/ou dados faltantes	-80
(-) Empresas com PL negativo	-10
Amostra da pesquisa	170

Fonte: Elaborado pelos autores

A amostra da presente pesquisa foi composta por 170 empresas diferentes. Visto que este trabalho realizou duas análises diferentes – ERC e VR –, foram selecionadas duas amostras distintas. A primeira, tomando como base o ERC, foi estabelecida no período de 2011 a 2015 com um total de 141 empresas, enquanto a segunda foi no período de 2010 a 2016, com 170 empresas.

Para identificar quais empresas divulgaram *guidance*, verificou-se o item 11.1 nos FR de cada empresa, obtidos no próprio *site* da B3, sendo consideradas as projeções feitas para o ano seguinte ao do ano-base. Para manter uma padronização, foi coletada a primeira versão dos FR emitidos no referido *site*.

Em uma análise geral, notou-se que de 170 empresas apenas metade (85) divulgou qualquer tipo de projeção em seus FR em pelo me-

nos um dos anos analisados. No entanto, a média para cada tipo de análise foi ainda inferior, sendo de 33,5% na análise de ERC e 31,2% na análise de VR. Este resultado é inferior aos estudos que constataram que cerca de 40% das empresas divulgam *guidance* (BRANDÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2014; MACEDO NETO et al., 2014). Todavia, o presente estudo abrange período e amostra maiores do que os trabalhos anteriores, o que consequentemente aumenta a variabilidade das empresas investigadas.

Na Tabela 2 consta a frequência absoluta e relativa de empresas por ano, considerando cada empresa em cada ano como uma unidade de análise, decompondo entre as que divulgaram, ou não, projeções.

Tabela 2 – Tamanho da amostra por ano

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
Painel A: ERC								
Divulgaram <i>Guidance</i>	-	44 (37%)	43 (36%)	40 (32%)	37 (30%)	35 (28%)	-	199 (33%)
Não divulgaram <i>Guidance</i>	-	73	73	82	82	85	-	395
Total de observações	-	117	116	122	119	120	-	594
Painel B: VR								
Divulgaram <i>Guidance</i>	40 (31%)	49 (37%)	47 (35%)	44 (32%)	38 (28%)	37 (29%)	34 (27%)	289 (31%)
Não divulgaram <i>Guidance</i>	88	82	88	94	100	92	93	637
Total de observações	128	131	135	138	138	129	127	926

Fonte: Elaborado pelos autores

Com relação ao nível de governança corporativa da B3, foi possível observar que a maioria das empresas que compõem a amostra está listada no Novo Mercado. As empresas que divulgaram *guidance* seguiram a tendência da

amostra total, como é evidenciado na Tabela 3. Desse modo, compreende-se que, apesar do predomínio, a publicação do *guidance* não é uma prática exclusiva de empresas com boas práticas de governança corporativa.

Tabela 3 – Listagem de Governança Corporativa da B3

Níveis de GC	Amostra Total		Empresas que divulgaram <i>Guidance</i>	
	FT	FR (%)	FT	FR (%)*
Novo Mercado	109	64,1%	56	65,9%
N2	12	7,1%	10	11,8%
N1	18	10,6%	7	8,2%
Não listadas	31	18,2%	12	14,1%
TOTAL	170	100,0%	85	100,0%

FT – Frequência Total; FR – Frequência Relativa.

*Frequência Relativa ao total de empresas que divulgaram *guidance* (85).

Os dados sobre Lucro Líquido por ação (LLPA), Patrimônio Líquido (PL), Retorno do fechamento anual, preço e quantidade das ações foram coletados no banco de dados Econômica. Considerou-se o preço das ações, ajustado por proventos, de maior liquidez na data de 31 de Março do ano subsequente ao ano-base das demonstrações financeiras divulgadas, pois esta é a data-limite para a publicação dos dados contábeis. Deste modo, admitiu-se que as projeções foram divulgadas até o mesmo período junto com as demonstrações ou mesmo em Fatos Relevantes, *websites* na área de relação com investidores, teleconferências, re-

uniões abertas com investidores, entre outras formas.

Apesar dos testes darem subsídios para a definição de um estimador pela estatística, a justificativa pela opção de um ou de outro estimador faz mais sentido quando fundamentada pela estrutura dos dados. Em função do grande desbalanceamento dos dados deste estudo, decidiu-se pela utilização do modelo *pooled* com erros-padrão robustos.

É válido ressaltar que foram analisados os pressupostos de cada equação, realizando testes para aferir se o modelo apresenta au-

sência de multicolineariedade (teste FIV - Fator de Inflação da Variância), homocedasticidade (Teste de Breusch-Pagan) e distribuição normal dos resíduos, sendo que este último foi relaxado devido ao grande número de observações. Os resultados obtidos nos testes e as correções necessárias estão descritas nas tabelas de resultado das regressões.

Para evitar potenciais problemas com *outliers* (variáveis cujos valores eram discrepantes), as variáveis foram winsorizadas a 5% em cada cauda da distribuição das variáveis contínuas. Todas as análises foram executadas no *soft-*

ware Gretl e o nível de significância considerado nas análises foi de 10%.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 COEFICIENTE DE RESPOSTA AO LUCRO

Na análise do ERC, investigou-se um total de 594 observações em um período de cinco anos (2011-2016). A estatística descritiva da amostra final winsorizada está exposta na Tabela 4.

Tabela 4 – Estatística descritiva (ERC)

Painel A: Todas as observações 1-594					
Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão
R(i,t)	-6,24374	-8,49354	-66,8362	57,786	33,5561
LLPA(i,t)	-0,531821	0,670764	-19,9976	5,05959	5,43312
Painel B: Observações somente com empresas que divulgaram o <i>Guidance</i> 1-199					
Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão
R(i,t)	0,223211	-1,0286	-66,8362	57,786	30,0821
LLPA(i,t)	0,630619	0,840344	-19,9976	5,05959	3,45581
Painel C: Observações somente com empresas que NÃO divulgaram o <i>Guidance</i> 1-395					
Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão
R(i,t)	-9,50177	-11,452	-66,8362	57,786	34,7593
LLPA(i,t)	-1,11746	0,5247	-19,9976	5,05959	6,11556

Fonte: Elaborado pelos autores

No Painel A, nota-se alto desvio padrão das variáveis retorno e lucro, sugerindo a pluralidade das empresas investigadas. Ainda, as observações foram segregadas entre as empresas que divulgaram (Painel B com 199 observações), ou não (Painel C com 395 observações), o *guidance*. Comparando os dois painéis, percebe-se que empresas que divulgaram o *guidance* obtiveram uma média de lucros e retornos superior às que não divulgaram.

Tomando como base o trabalho de Collins et al. (1994), a equação 1 tem como propósito investigar se os lucros correntes (ERC) e futuros (FERC) possuem relação com o retorno acio-

nário anual, de modo a verificar se essas informações contábeis são capazes de explicar a variação no preço das ações. Para ampliar a análise foram rodadas quatro regressões a partir da amostra completa: 1) apenas com o ERC e FERC; 2) modelo original de Collins et al. (1994); 3) acrescida a variável de *Guidance*; e 4) acrescidas as variáveis interativas de *Guidance* com os lucros corrente e futuro (equação 2). Os resultados estão apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultados da amostra completa (ERC)

$$R(i,t) = \beta + \beta_1 LLPA(i,t) + \beta_2 LLPA(i,t+1) + \beta_3 LLPA(i,t-1) + \beta_4 R(i,t+1) + \beta_5 GUID(i,t) + \beta_6 GUID*LLPA(i,t) + \beta_7 GUID*LLPA(i,t+1) + \varepsilon(i,t)$$

Variáveis	1	2	3	4
const	-4,269*** (<0,001)	-3,970 *** (0,002)	-5,786*** (<0,001)	-5,680*** (<0,001)
LLPA(i,t)	1,560*** (<0,001)	1,700*** (<0,001)	1,663*** (<0,001)	1,609*** (0,002)
LLPA(i,t+1)	1,296*** (<0,001)	1,422*** (<0,001)	1,422*** (<0,001)	1,543*** (<0,001)
LLPA(i,t-1)	-	-0,391 (0,356)	-0,453 (0,285)	-0,467 (0,3342)
R(i,t+1)	-	-0,026 (0,451)	-0,028 (0,416)	-0,028 (0,4575)
GUID	-	-	5,413** (0,042)	5,408* (0,053)
GUID*LLPA(i,t)	-	-	-	-0,018 (0,985)
GUID*LLPA(i,t+1)	-	-	-	-0,422 (0,533)
R ² :	0,194	0,196	0,201	0,202
P-valor (F):	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
R ² ajustado	0,191	0,190	0,195	0,193
Homocedasticidade (p-valor)	0,247	0,479	0,487	0,007 ¹
Normalidade(p-valor)	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Maior valor de FIV	1,909	2,452	2,458	3,331

Na primeira linha estão os coeficientes e na segunda linha estão os p-valores correspondentes com base em erros-padrão robustos.

Nível de Significância: 1%***, 5%** e 10%*.

¹Regressão rodada por erros padrões robustos.

Notas: R(i,t) retorno do fechamento anual; R(i,t+1) retorno do fechamento futuro; LLPA(i,t-1) lucro líquido por ação do período passado; LLPA(i,t) lucro líquido por ação do período corrente; LLPA(i,t+1) lucro líquido por ação do período futuro; GUID *dummy* se divulgou *guidance* no FR.

Primeiramente, encontrou-se a associação positiva e significativa a 1% do lucro corrente e do lucro futuro com o retorno do fechamento anual (com coeficientes 1,560 e 1,296, respectivamente), expressa pela significância dos ERC e FERC (vide coluna 1). Deste modo, compreende-se que o mercado reage positivamente frente à nova informação contábil divulgada, assim como a expectativa de lucros futuros.

Na coluna 2 da Tabela 5, os lucros correntes (1,700) e futuros (1,422) estão positivamente associados com o retorno das ações, enquanto o lucro do exercício passado (-0,391) tem relação negativa com esse último, seguindo

o que é previsto pela literatura (COLLINS et al., 1994; GELB; ZAROWIN, 2002; KOTHARI, 2001; LUNDHOLM; MYERS, 2002). Apesar dos sinais de todos os coeficientes terem sido consistentes com o que é apontado pela literatura, apenas o ERC e o FERC apresentaram significância estatística, indicando que ambos explicam 19,6% do retorno das ações. Os resultados indicam que quanto maior o lucro corrente de uma empresa, maior será seu retorno anual.

O mesmo acontece quanto ao lucro futuro. No entanto, sabe-se que no momento do fechamento do retorno acionário (variável dependente) ainda não se tem o conhecimento do

resultado que será auferido no ano seguinte. Assim, acredita-se que além da informação do lucro corrente, a variação no preço das ações também contém informações contábeis de expectativa de ganhos futuros, ou seja, informações de exercícios futuros que possivelmente irão integrar o lucro posteriormente.

Em vista disso, as variáveis de *guidance* foram incluídas na análise (como é visto nas colunas 3 e 4 da Tabela 5), para verificar se as projeções futuras divulgadas pelas próprias empresas são relevantes para a avaliação dos investidores e se têm relação com o ERC e o FERC frente ao retorno acionário anual.

Com a adição da variável GUID houve um sutil aumento do R^2 ajustado da regressão, de 19,6% para 20,1% (coluna 3). Isso se deu devido ao fato do coeficiente desta variável ser positivo e significativo a 5%, sugerindo que a divulgação facultativa de projeções é profícua para os investidores realizarem suas avaliações. Esses achados estão em concordância com os estudos de Agapova e Madura (2015) e Anilowski, Feng e Skinner (2007), nos quais as projeções otimistas apresentaram relação positiva com o retorno das ações.

Por sua vez, os resultados apresentados na coluna 4 evidenciam que a inclusão da variável *guidance* interagindo com os coeficientes de lucro aumentou o poder preditivo do modelo para 20,2%, no entanto, percebe-se que os coeficientes das variáveis *GUID*ERC* e *GUID*FERC* não foram significativos, o que impede de indicar qualquer relação da divulgação de *guidance* com a utilidade desses tipos de informação.

De um modo geral, entende-se que apesar da divulgação de *guidance* ser significativa para o mercado de capitais, essa divulgação não teve qualquer relação com a relevância do lucro corrente e do lucro futuro (por meio do incremento do ERC e do FERC) para explicar a variação anual no preço das ações. Assim, compreende-se que apesar das projeções serem úteis ao mercado, a avaliação dos investidores ainda é feita, primordialmente, com base nas informações contábeis divulgadas pelas empresas.

Com relação à hipótese de pesquisa, esses resultados refutam a hipótese H1, visto que não foi possível corroborar o aumento da relevância de lucros correntes e futuros a partir da divulgação voluntária de informações prospectivas. Assim sendo, pode-se afirmar que os resultados, sob a perspectiva do ERC, incrementam o estudo de Cruz et al. (2015), uma vez que foi encontrada significância estatística na divulgação de projeções no FR das empresas, ainda que tal evidência não tenha relação com a utilidade dos lucros na percepção do mercado.

4.2 VALUE RELEVANCE

A segunda análise foi a de VR para investigar se a divulgação de *guidance* tem relação com as informações contábeis na composição do preço das ações. Da mesma forma que a análise anterior, a princípio, o total de 926 observações foi dividido entre as que tinham empresas divulgadoras de *guidance* (289 observações) e as que não fizeram esse tipo de divulgação (637 observações). Os dados winsorizados estão expostos na Tabela 6.

Tabela 6 – Estatística descritiva (VR)

(Continua)

Painel A: Todas as observações 1-926					
Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão
P	21,6804	14,2223	2,82441	94,3523	22,073
LLPA	0,320797	0,714591	-10,6767	5,49561	3,2994
PLPA	24,2621	9,54485	1,64747	177,043	40,533
Painel B: Observações somente com empresas que divulgaram <i>Guidance</i> 1-289					
Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão
P	22,9784	15,6948	2,82441	94,3523	22,7399

					(Conclusão)
LLPA	0,775115	0,828093	-10,6767	5,49561	2,76815
PLPA	22,0189	9,57166	1,64747	177,043	36,083
Painel C: Observações somente com empresas que NÃO divulgaram <i>Guidance</i> 1-637					
Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão
P	21,0915	13,8322	2,82441	94,3523	21,7564
LLPA	0,114678	0,646059	-10,6767	5,49561	3,49664
PLPA	25,2799	9,51803	1,64747	177,043	42,386

Fonte: Elaborado pelos autores

Após comparar os painéis B e C, observou-se que a média do lucro líquido é superior nas observações de empresas que divulgaram a projeção, sendo o inverso do que acontece com a média do patrimônio líquido e do preço das ações.

Na sequência, as regressões com a amostra completa foram objeto de análise, sendo:

1) modelo original de *value relevance* (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997); 2) inclusão da variável aditiva de *guidance*; e 3) equação 4 – modelo contendo as variáveis de interesse multiplicando o *guidance* com as informações contábeis. Os resultados estão estatisticamente descritos na Tabela 7.

Tabela 7 – Resultados da amostra completa (VR)

$p(i,t) = \beta + \beta_1 LLPA(i,t) + \beta_2 PLPA(i,t) + \beta_3 GUID(i,t) + \beta_4 GUID*LLPA + \beta_5 GUID*PLPA + \varepsilon(i,t)$			
Variáveis	1	2	3
const	10,025*** (<0,001)	9,308*** (<0,001)	9,826*** (<0,001)
LLPA	1,650*** (<0,001)	1,621*** (<0,001)	1,435*** (<0,001)
PLPA	0,459*** (<0,001)	0,459*** (<0,001)	0,440*** (<0,001)
GUID	-	2,312** (0,016)	0,380 (0,699)
GUID*LLPA	-	-	0,637 (0,201)
GUID*PLPA	-	-	0,068* (0,063)
R ² :	0,630	0,633	0,636
P-valor (F):	<0,001	<0,001	<0,001
R ² ajustado	0,630	0,632	0,634
Homocedasticidade (p-valor)	<0,001	<0,001	<0,001
Normalidade (p-valor)	<0,001	<0,001	<0,001
Maior valor de VIF	1,127	1,135	1,783
Notas: <i>p</i> preço da ação da empresa em 31/Mar do ano subsequente; LLPA lucro líquido por ação; PLPA patrimônio líquido por ação; GUID <i>dummy</i> se divulgou <i>guidance</i> no FR. Na primeira linha estão os coeficientes e na segunda linha estão os p-valores correspondentes com base em erros-padrão robustos. Nível de Significância: 1%***, 5%** e 10%*. Todas as regressões foram rodadas por erros padrões robustos.			

Os resultados da equação 3, apresentados na coluna 1 da Tabela 7, mostram que os coeficientes de LLPA (1,650) e o PLPA (0,459) possuem relação positiva e significativa com o preço das ações. Isto é, quanto maior a informação contábil divulgada, maior o valor de mercado da empresa. Esse resultado corrobora com estudos anteriores que também analisaram a relevância da divulgação anual dessas informações ao mercado (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; GONÇALVES et al., 2014; SANTOS; COELHO, 2018; SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012). Interpretando o R^2 da regressão, pode-se dizer que a variação do LLPA e PLPA explicam 63,0% da variação do preço das ações, com significância estatística do modelo de 1%.

Na coluna 2 é observado que as informações contábeis mantiveram seus sinais, enquanto o coeficiente da variável GUID apresentou sinal positivo (2,312) e estatisticamente significativo a 5%. Com isso, compreende-se a relevância do *guidance* para compor o preço das ações, o que ratifica mais a importância da divulgação de informações contidas no FR das empresas para o mercado acionário brasileiro (SANTOS; COELHO, 2018).

O coeficiente positivo e significativo do *guidance* corrobora o aumento do preço das ações a partir da divulgação voluntária de informações corporativas, como foi verificado por Martins, Paulo e Girão (2016), do mesmo modo que reforça o estudo de Wang e Hussainey (2013), que abordou o aumento de valor de mercado das empresas diante da divulgação de projeções futuras.

Na equação 4 foram acrescentadas as variáveis de *guidance* ao modelo de VR, interagindo com LLPA e PLPA, para verificar se a divulgação de projeções tem alguma relação com a relevância da informação contábil. Contudo, apesar dos dois coeficientes terem mantido a direção do modelo original (1,435 e 0,440, respectivamente), a variável GUID perdeu a significância estatística enquanto a variável multi-

plicativa com o patrimônio líquido mostrou ser positiva (0,068) e significativa a 10%, como é visto na coluna 3.

A relevância da variável *GUID*PLPA* sugere que a divulgação de *guidance* aumenta o poder preditivo do patrimônio líquido frente à avaliação da empresa pelo mercado de capitais. Em outras palavras, admite-se que o valor contábil da empresa – de modo simplificado, expresso como resultado da equação básica do total de ativos menos o total de passivos (CPC, 2011) – passa a ser mais considerado para a apreciação dos investidores quando é divulgado juntamente com as projeções feitas pela própria instituição.

Todas as regressões apresentaram R^2 ajustados superiores a 60%, apontando a relevância informacional contábil frente à negociação das ações. Em consonância com a HME em sua forma semiforte, os resultados significam que, assim como o lucro e o patrimônio líquido, a divulgação de projeções também é um fator incorporado ao preço das ações.

Com isso, a partir dos resultados da análise de VR, a hipótese H2 é aceita, pois com a significância estatística da variável *GUID*PLPA*, constatou-se que a divulgação de projeções no FR das empresas possui relação positiva com a relevância do seu valor patrimonial na composição do preço das ações.

4.3 ANÁLISE ADICIONAL

De modo complementar, classificou-se o tipo de *guidance* segundo a informação divulgada, isto é, se é sobre indicadores econômico-financeiros, operacionais ou de investimento (BRANDÃO et al., 2013), como é descrito no Quadro 2. Pela análise ter relação direta com o resultado contábil, segregou ainda as projeções de indicadores econômico-financeiros que tratavam especificamente de resultados. Cada empresa divulgou ao menos um tipo de *guidance*, podendo ter divulgado até os três tipos de indicadores.

Quadro 2 – Classificação quanto ao tipo de *guidance*

Tipo de <i>Guidance</i>	Informação	Quantidade
Indicadores econômico-financeiros	Movimentação de caixa, vendas, receitas, custos e resultado.	54
Específicos de resultado	EBITDA, margem de lucro, e lucro líquido.	38
Indicadores operacionais	Nível de atividade e preços.	34
Indicadores de investimento	Destinação de investimentos e fontes de recursos.	47

Fonte: Adaptado de Brandão et al. (2013)

Do mesmo modo que a análise principal, a análise adicional foi baseada nos modelos de ERC (COLLINS et al., 1994) e VR (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997), incluindo quatro variáveis, uma por vez, para interagirem com as variáveis de lucro e patrimônio líquido: indicadores econômico-financeiros (IEF), indicadores específicos de resultado (RES), indicadores operacionais (IO) e indicadores de investimento (II). O intuito foi verificar se essas interações apresentam coeficientes significativos para apontarem se essas informações influenciam a associação contábil e reação do mercado.

De acordo com os resultados da análise de ERC, verificou-se que apenas o coeficiente II foi positivo e significativo na associação com o retorno acionário, enquanto a variável $II * L-LPA(i,t)$ apresentou coeficiente negativo. Com isso, constatou-se a relevância dos indicadores de investimento para explicar o aumento do retorno acionário ao mesmo tempo em que esses indicadores possuem relação negativa com o lucro divulgado do período.

A queda no retorno acionário também foi constatada em estudos internacionais (ANILOWSKI; FENG; SKINNER, 2007; BANGHØJ; PLENBORG, 2008), dado que a perspectiva da administração pode ser considerada como uma notícia insatisfatória para o mercado. Pode-se dizer que, em virtude das projeções geralmente serem publicadas continuamente (em anos seguidos) entre as empresas que a divulgam e apesar da publicação dos indicadores de investimento ser avaliada positivamente pelo mercado, é provocado um menor retorno

no período, já que os dispêndios de investimento reduzem o lucro corrente da empresa.

Por sua vez, a emissão dos indicadores no *guidance*, quando analisada individualmente sob a perspectiva do VR, não apresentou qualquer significância estatística para explicar o preço das ações. Não obstante, as variáveis LLPA e PLPA passaram a ter coeficientes positivos e significativos quando interagidos com IO e II, sugerindo que há uma relação positiva com a relevância das informações contábeis quando as empresas divulgam *guidance* contendo os referidos indicadores.

Segundo esses resultados, compreende-se que as informações preditivas ligadas à atividade operacional da empresa, tal como as informações sobre investimentos futuros a serem realizados, faz com que os investidores valorizem mais a empresa a partir dos dados contábeis disponíveis. Ou seja, os indicadores ditos de “estratégia corporativa” aumentam significativamente a relevância do lucro e do patrimônio líquido na formação do preço das ações, apontando que esse tipo de informação contribui para a valoração econômica e patrimonial da empresa no momento em que são divulgados.

Com base nos resultados discutidos acima, compreende-se que houve coerência com a análise principal, na qual H1 foi refutada, dado que o *guidance* não melhorou o ERC e o FERC nas empresas com a divulgação dessas informações adicionais, enquanto a H2 foi confirmada, visto que as projeções operacionais e sobre investimentos contribuem diretamente

para o lucro e patrimônio líquido serem mais bem avaliados por investidores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo consistiu em investigar a influência da divulgação de *guidance* na relevância da informação contábil sob a ótica do retorno acionário e do preço das ações das empresas listadas na B3. Para tanto, foram investigadas 170 empresas de capital aberto não financeiras listadas na B3, no período total de 2010 a 2016, identificando quais dessas divulgaram projeções e estimativas em seus FR. Apenas cerca de 30% das empresas investigadas divulgaram o *guidance* em seus FR. Notou-se que essa média foi inferior quando comparada com as pesquisas anteriores, sugerindo que as empresas estão evidenciando cada vez menos suas expectativas.

Adaptando o modelo de ERC (COLLINS et al., 1994), a emissão de projeções mostrou ser estatisticamente significativa para explicar positivamente a variação na cotação acionária, entretanto não teve impacto nos coeficientes de lucro corrente e futuro. Deste modo, as evidências dessa análise indicaram que apesar do *guidance* ser um relatório pertinente para a decisão dos investidores, o mesmo não foi capaz de agregar importância aos lucros.

Depois de realizados os testes empíricos de VR (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997), constatou-se que, em um primeiro momento, a divulgação de projeção está associada com o aumento do preço das ações. Quando as variáveis foram interagidas, verificou-se a maior utilidade do valor patrimonial para os investidores e acionistas quando divulgado juntamente com as informações prospectivas. Adicionalmente, constatou-se que a divulgação de projeções que contém indicadores operacionais e de investimentos reforça a associação (vide coeficiente angular) entre lucro e patrimônio líquido com o preço das ações, aumentando assim a relevância informacional dos dois.

Uma possível interpretação para o *guidance* aumentar a relevância do PL é que o que está sendo considerado relevante para o mercado é justamente as informações futuras relacionadas aos aspectos patrimoniais da empresa, como foi constatado nas análises adicionais. Uma vez que o *guidance* contém indicadores ‘mais voltados para a atividade’, além dos relacionados especificamente ao desempenho econômico-financeiro futuro da empresa, entende-se que o mercado de capitais faz uso desses indicadores, tornando as informações patrimoniais ainda mais relevantes para a avaliação do investimento.

De modo geral, as projeções contidas no *guidance* mostraram-se relevantes, mas quando são comparadas com os números contábeis, esses ainda são priorizados. Uma possível explicação para isso é que o *guidance* (principalmente sobre IEF e RES) é divulgado voluntariamente pelos gestores e não é auditado, ou seja, faz parte das expectativas geradas pela gestão. Com base nos resultados, a segunda hipótese de pesquisa é aceita – a divulgação de *guidance*, nos formulários de referência das empresas brasileiras, possui relação positiva com o *value relevance* (VR) do mercado brasileiro de capitais.

Em consonância com a hipótese proposta por Fama (1970), informações publicadas sobre o desempenho passado e a expectativa de desempenho futuro sinalizaram ter poder explicativo sobre o comportamento do preço das ações, ou seja, o mercado pode precificar as informações do *guidance* das empresas. Os resultados apontam que esses dados servem como subsídio para os investidores avaliarem o possível retorno que irão obter ao investir nessas empresas.

Logo, os achados deste estudo estão de acordo com as expectativas previstas pela forma semiforte da Hipótese do Mercado Eficiente e pela Teoria do *disclosure* voluntário, pois se compreende que o *guidance* diminui a assimetria informacional, sendo relevante para ajus-

tar positivamente a avaliação do mercado, seja analisado isoladamente (ERC) ou em conjunto com o lucro e PL (VR).

Por fim, entende-se que apesar da aderência ser relativamente baixa, a divulgação de projeções e estimativas mostrou ser benéfica para diminuir a incerteza dos investidores, tendo boa receptividade pelo mercado. Com isso, as evidências do presente estudo visam incentivar a adoção dessa prática pelas empresas, além de contribuir com a discussão sobre como melhorar a qualidade da informação contábil, pois apesar de haver diversos estudos sobre a relevância de outros relatórios, pouco se discute sobre como esses relatórios são utilizados em conjunto aos números contábeis para embasar a tomada de decisões.

Este estudo também contribui para o entendimento dos investidores e reguladores quanto o aproveitamento da divulgação de informações prospectivas, visto que há uma valorização da empresa que a faz, gerando maior retorno aos acionistas. Diante disso, vale chamar a atenção dos agentes do mercado de capitais para os indicadores mais úteis e que mais auxiliam na compreensão dos elementos contábeis.

É necessário destacar duas principais limitações do estudo. Primeiro, os valores dos indicadores disponibilizados no *guidance* não têm padronização, tendo projeções com valores absolutos, intervalares ou em percentual, o que restringe fazer uma análise adicional com um tamanho de amostra admissível. Segundo, como a amostra do estudo foi não probabilística, os achados não possuem natureza inferencial, mas somente explicativa do fenômeno observado na amostra analisada, não podendo ser generalizado.

REFERÊNCIAS

AGAPOVA, A.; MADURA, J. Market uncertainty and earnings guidance. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Illinois, p. 01-15, 2015.

ANILOWSKI, C.; FENG, M.; SKINNER, D. J. Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, p. 36–63, 2007.

BANGHØJ, J.; PLENBORG, T. Value relevance of voluntary disclosure in the annual report. **Accounting and Finance**, v. 48, p. 159–180, 2008.

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, p. 67-92, 1968.

BRANDÃO, I. F.; ASSUNÇÃO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. Florianópolis, v. 10, n. 21, p. 87-114, set./dez. 2013.

BRANDÃO, I. F.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Características Do Guidance Nas Maiores Companhias De Capital Aberto Do Brasil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 10, n. 4, p. 106-127, out./dez., 2014.

BRAVO, F. Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanismsto reduce stock return volatility. **Revista de Contabilidade – Spanish Accounting Review**, v. 19, n. 1, p. 122–131, 2016.

CODIM, Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado. **-Pronunciamento de orientação n. 4**. Dispõe sobre melhores práticas de divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia – guidance. Necessidade de padronização de divulgação, como forma de contribuir para a adoção de boas práticas de relações com investidores e governança corporativa. 17 de abril de 2008.

COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2-3, p. 143-181, 1989.

COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P.; SHANKENB, J.; SLOAN, R. G. Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous

return-earnings association. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, n. 3, p. 289-324, 1994.

COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 39-67, 1997.

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Conceitual Básico (R1). Brasília, 2011.

CRUZ, N. V. S.; DIAS FILHO, J. M.; CORDEIRO FILHO, J. B.; GOMES, S. M. S.; BATISTA, A. B.; ANDRADE, C. M. Disclosure de Guidance e Desempenho das firmas listadas na BM&FBOVESPA. **Contabilometria**, v. 2, n. 2, 2015.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 480**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 7 de dezembro de 2009.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 344-401, 2010.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, May, 1970.

FAMA, E.; FISHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, v. 10, n. 1, p. 1-21, 1969.

GELB, D. S.; ZAROWIN, P. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. **Review of Accounting Studies**, v. 7, n. 1, p. 33-52, 2002.

GONÇALVES, J. C.; BATISTA, B. L. L.; MACE-DO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. Análise do Impacto do Processo de Convergência às

Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil: Um Estudo com Base na Relevância da Informação Contábil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 10, n. 3, p. 25-43, jul./set., 2014.

GRENDENE. Fato Relevante – Descontinuidade de Guidance da Companhia. 2019. Disponível em: http://static.grendene.aatb.com.br/comunicados/1458_19-02-14_-Fato_Relevante_pt.pdf Acesso em: 08/03/2019.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

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

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, set. 2001.

LUNDHOLM, R.; MYERS, L. A. Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns earnings relation. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 809-839, 2002.

MACEDO NETO, H.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. M.; FIGUEIRÊDO JUNIOR, H. S. 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**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 105-123, jan./abr., 2014.

MARTINS, O. S.; PAULO, E.; GIRÃO, L. F. A. P. Preço da Ação, Disclosure e Assimetria de Informação: O Caso OGX. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 12, n. 1, p. 06-24, jan./mar., 2016

MURCIA, F. D. Interação entre Contabilidade e Direito: em busca de uma teoria da regulação contábil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 9, n. 25, p. 19-32, 2010.

SANTOS, J. G. C.; COELHO, A. C. *Value-relevance* do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 78, p. 390-404, 2018.

SILVA, A. F.; MACEDO, M. A.S.; MARQUES, J. A. V. C. Análise da Relevância da Informação Contábil no Setor Brasileiro de Energia Elétrica no Período de 2005 a 2007: Uma Discussão com Foco nas Variáveis LL, FCO e EBITDA. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 2, p. 06-24, abr./jun., 2012.

SOUZA, J. L.; SANCHES, S. L. R.; SBARDELLATI, E. C. A.; NEUMANN, M. 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**, São Paulo, v.11, n.3 p. 430 – 447, set./dez., 2018.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

WANG, M.; HUSSAINEY, K. Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. **J. Account. Public Policy**, v. 32, p. 26–49, 2013.

Endereço dos Autores:

Av.: Pasteur, 250 – Sala 250
PPGCC/UFRJ – FACC/UFRJ – Urca
Rio de Janeiro/RJ - Brasil
CEP: 22.290-240