



Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Centro de Ciências Sociais
Faculdade de Administração e Finanças

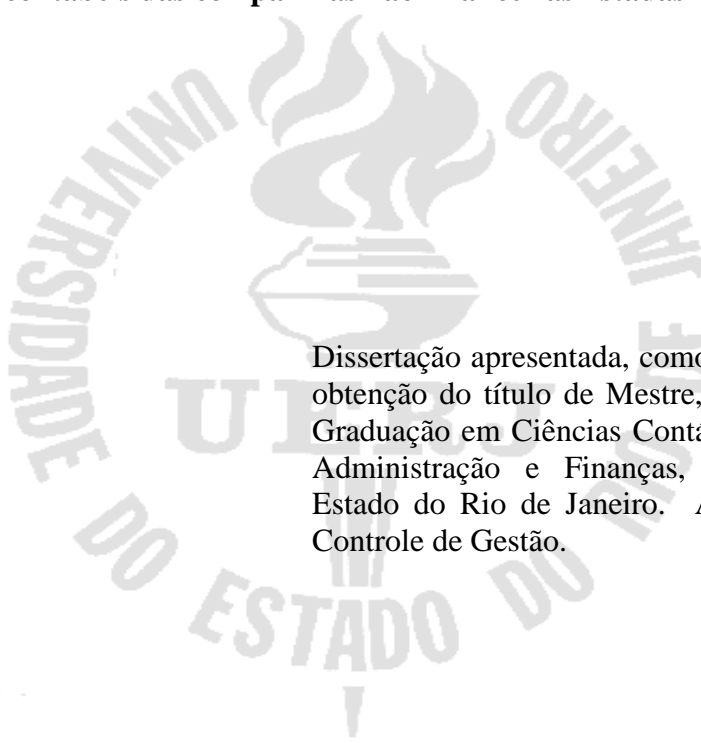
Leonardo Portugal Barcellos

***Timeliness* no Brasil: um estudo dos determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA**

Rio de Janeiro
2013

Leonardo Portugal Barcellos

***Timeliness* no Brasil: um estudo dos determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA**



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração e Finanças, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Orientador: Prof. Dr. Jorge Vieira da Costa Júnior

Rio de Janeiro
2013

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

B242 Barcellos, Leonardo Portugal.
Timeliness no Brasil: um estudo dos determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA / Leonardo Portugal Barcellos – 2013.
92f.
Orientador: Jorge Vieira da Costa Júnior.
Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Finanças.
Bibliografia: f. 85-90.
1. Contabilidade – Brasil – Teses. 2. Administração financeira – Teses. 3. Balanço (Contabilidade). I. Costa Júnior, Jorge Vieira da. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Administração e Finanças. III. Título.
CDU 657.36(81)

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação.

Assinatura

Data

Leonardo Portugal Barcellos

***Timeliness* no Brasil: um estudo dos determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Administração e Finanças, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle e Gestão.

Aprovada em 27 de fevereiro de 2013.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Jorge Vieira da Costa Júnior (Orientador)
Faculdade de Administração e Finanças da UERJ

Prof. Dr. Luiz da Costa Laurencel
Faculdade de Administração e Finanças da UERJ

Prof. Dr. Adolfo Henrique Coutinho Silva
Faculdade de Administração e Finanças da UERJ

Prof. Dr. Alfredo Sarlo Neto
Departamento de Ciências Contábeis da UFES

Rio de Janeiro
2013

DEDICATÓRIA

*Ao Lénin, meu filho, minha maior relíquia. Sua
existência me trouxe a gratificante
responsabilidade de dar-lhe os melhores
exemplos. Filho, palavras convencem; exemplos
arrastam.*

*Aos meus pais, Célia e Lúcio, que, como
verdadeiros heróis, venceram graves barreiras
sociais para que eu tivesse acesso a boa educação.*

*À minha joia rara, Amanda, que, com todo o seu
amor, me apoiou em todos os momentos.*

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação decorre de obstinada dedicação pessoal. Tenho muito orgulho de tê-la produzido em meio a algumas tormentas em minha vida pessoal e profissional. Em que pese a intensidade com que me doei, faz-se mister reconhecer que este trabalho somente foi possível devido ao apoio que recebi em todas as fases do curso de mestrado.

Assim, devo especial agradecimento ao Professor Jorge Vieira (meu orientador) e ao Professor Adolfo Coutinho, que me guiaram durante todo o mestrado. Reconheço-os como verdadeiros exemplos de dedicação à docência e à pesquisa.

Manifesto minha gratidão ao Professor Luiz da Costa Laurencel, que, além das valiosas contribuições ao meu estudo, esteve ao meu lado quando minha vida profissional intensa colocava em risco a continuidade da minha pesquisa. Também sou grato à Professora Andréa Duque pela relevante ajuda na construção desta dissertação.

Agradeço aos funcionários da Secretaria do Mestrado pela presteza e cordialidade com que sempre fui atendido. Devo também reconhecer que parte considerável das lições que tive ao longo do curso partiu dos meus pares, de modo que foi muito gratificante conviver ao lado das pessoas que compõem a turma que ingressou em 2011. Entre estes, merecem minha destacada gratidão os amigos Renato Quintal, Robson Condé, Ricardo Bernardes, Amália Bairral, Thiago Abreu e Maurício Almeida pelo apoio e pelo incentivo nos momentos mais difíceis do curso, bem como pelos agradáveis momentos fora deste.

Aos meus chefes e colegas de trabalho, tanto do TRE-RJ, quanto do MPOG, em especial ao mestre (dos assuntos da vida) Elídio de Souza, os meus sinceros agradecimentos pela compreensão e pelo incentivo. Expresso ainda os meus sinceros agradecimentos à Marinha do Brasil, instituição que me acolheu no Colégio Naval quando ainda menino e, ao longo de sete anos, forjou meu caráter, modelou minhas aptidões acadêmicas e, como se não bastasse, proporcionou-me as melhores amizades que tenho.

Registro minha imensa gratidão aos célebres compositores Ludwig Van Beethoven, Antônio Lucio Vivaldi, Johann Sebastian Bach, Wolfgang Amadeus Mozart, Frédéric François Chopin, Joseph Haydn e Franz Peter Schubert. Esta obra foi quase integralmente produzida ao som desses gênios.

Por fim, agradeço sobremaneira à sociedade brasileira que, a partir do esforço de cada um de seus contribuintes, financiou a maior parte da minha formação acadêmica. Espero ser capaz de devolver em dobro tudo aquilo que em mim foi investido.

O gênio é composto por 2% de talento e de
98% de perseverante dedicação.
Ludwig Van Beethoven

It's not personal... It's only business!
Don Vito Corleone – The Godfather

RESUMO

BARCELLOS, Leonardo Portugal. *Timeliness* no Brasil: um estudo dos determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, 2013. 92f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

Esta dissertação tem o propósito principal de fornecer evidências empíricas acerca dos fatores que influenciam as decisões dos gestores quanto ao prazo de divulgação das demonstrações contábeis anuais das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA. O prazo de divulgação, chamado defasagem, foi medido como o intervalo em dias entre o encerramento do exercício social e a data da primeira apresentação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs). O foco da pesquisa foi a influência, sobre a defasagem, dos seguintes fatores não observáveis: monitoramento, complexidade contábil, governança corporativa, relatório de auditoria e performance. Com base na literatura revisada, foram formuladas *proxies* destinadas a captar os efeitos desses fatores. Para a consecução dos objetivos, foram estimados modelos econométricos por meio dos métodos: (i) Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com dados em corte transversal; (ii) MQO com dados agrupados (OLS *pooled*); e (iii) painel de dados. Os testes foram aplicados sobre um painel balanceado de dados, ou seja, 644 observações de 322 companhias, referentes aos exercícios 2010 e 2011. Os resultados das estimações revelaram que tendem a divulgar mais rapidamente suas demonstrações companhias: (i) com maior número de acionistas; (ii) com maior nível de endividamento; (iii) que aderiram a um entre os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA; (iv) que possuem maiores proporções de diretores independentes na composição da diretoria (*board*); e (v) que foram auditadas por uma entre as firmas de auditoria do grupo *Big-4*. Por outro lado, constatou-se que tendem a atrasar suas divulgações companhias que: (i) estão sujeitas à consolidação de balanços; (ii) tiveram suas demonstrações contábeis ressaltadas pelos auditores independentes; (iii) e que registraram resultados negativos (prejuízos). Adicionalmente, foram formuladas *proxies* para captar os efeitos das surpresas contidas nos resultados, uma delas tendo como base o *benchmark* para as expectativas do mercado, qual seja, a previsão dos analistas, no entanto, não foram constatados impactos das surpresas sobre o prazo de divulgação. Também não foram verificadas influências, sobre o *timing*, oriundas da proporção de investidores institucionais, da formação de blocos de controle, da regulação estatal, do nível de rentabilidade, do porte e tampouco da negociação de valores mobiliários em mercados estrangeiros. Os achados desta pesquisa podem contribuir não apenas para a literatura dedicada a essa linha de pesquisa, como também para investidores, analistas de mercado e reguladores. As nuances observadas para os exercícios analisados, que marcaram a adoção integral do padrão contábil alinhado às normas IFRS e a recuperação da economia brasileira em relação aos impactos da crise financeira mundial, permitiram relevantes constatações. Além disso, a relevância deste estudo é ampliada pelo ineditismo presente na aplicação de *proxies* ainda não utilizadas em ambiente nacional para explicar os prazos de divulgação.

Palavras-chave: *Timeliness*. Prazo de divulgação. Demonstrações contábeis. Tempestividade. Companhias abertas. Dados em painel. Dados em corte transversal.

ABSTRACT

This study has as a primary purpose to provide empirical evidence about the factors that influence managers' decisions about the timing of annual disclosure of financial statements of non-financial companies listed on the BM&FBOVESPA. The deadline for disclosure was called defasagem (lag) and measured as the time elapsed between the end of the fiscal year and the date of the first submission of Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) (Standardized Financial Statements). The focus of this research was the influence of the following unobservable factors on the lag: monitoring, accounting complexity, corporate governance, audit reporting and performance. Based on the literature reviewed, were formulated proxies designed to capture the effects of these factors. To achieve the objectives, econometric models were estimated using the methods: (i) Ordinary Least Squares (OLS) with cross-sectional data, (ii) OLS pooled, and (iii) panel data. The tests were applied to a balanced panel data of 644 observations of 322 companies for the years 2010 and 2011. The estimation results showed that tend to release their statements more rapidly companies: (i) with larger number of shareholders, (ii) with higher debt levels, (iii) that have added to one of the especial levels of corporate governance of BM&FBOVESPA, (iv) that have higher proportions of independent directors in the composition of the board of directors, and (v) companies that were audited by an audit firm among the Big-4 group. Moreover, it was found a tendency to delay their disclosures in companies that: (i) belong to a group of companies and are subject to join their balance sheets, (ii) had auditor's opinion qualified, (iii) report negative earnings (losses). Additionally, proxies were formulated to capture the effects of the surprises contained in the results, one of them was based on the analysts' forecasts that is the benchmark for market expectations, however, were not observed impacts of the surprises on the timing of disclosure. Nor were verified influences on the timing coming from: (i) the proportion of institutional investors, (ii) the formation of control blocks, (iii) the state regulation, (iv) the level of profitability, (v) the company size, (vi) nor from the complexity derived of the trading activities in foreign markets. The findings of this research can contribute not only to literature devoted to this line of research, but also for investors, analysts and state regulators. The nuances observed for the years analyzed, which marked the full adoption in Brazil of the accounting standard aligned to IFRS and the recovery of the Brazilian economy in relation to the impacts of the global financial crisis allowed relevant findings. Moreover, the relevance of this study is amplified by novelty in the application of proxies never used before in Brazilian environment to explain the timing of disclosure.

Keywords: Timeliness. Deadline to disclosure. Financial statements. Timing. Panel data analysis. Cross section analysis.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 -	Amostra e período dos estudos revisados nesta subseção (1.4.3).....	36
Tabela 1 -	Resultados dos estudos anteriores revisados nesta subseção (1.4.3).....	38
Tabela 2 -	Critério empregado para a seleção da amostra.....	46
Quadro 2 -	Mensuração e coleta das variáveis aplicadas.....	48
Quadro 3 -	Mensuração das proxies para as surpresas contidas nos resultados.....	54
Tabela 3 -	Correlações MÁS NOTÍCIAS.....	55
Tabela 4 -	Testes de especificação do modelo da Equação 2.....	60
Tabela 5 -	Estatísticas descritivas, por exercício, das variáveis aplicadas.....	62
Tabela 6 -	Testes de normalidade e de diferenças de médias (DEFASAGEM).....	63
Tabela 7 -	Distribuição da defasagem, por intervalos de dias e por exercício.....	65
Tabela 8 -	Estatísticas descritivas setoriais da DEFASAGEM.....	67
Tabela 9 -	Matrizes de correlações para as variáveis contínuas.....	68
Tabela 10 -	Resultados da estimação dos modelos pooled (Equação 1 + Dummy EXERC) e em painel (Equação 2).....	69
Tabela 11 -	Resultados da reestimação dos modelos pooled (Equação 1 + Dummy EXERC) e em painel (Equação 2).....	70
Tabela 12 -	Resultados da estimação e da reestimação dos modelos em corte transversal (Equação 1).....	71

LISTA DE SIGLAS

AGO	Assembleia Geral Ordinária
Apimec	Associação dos Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BMF&BOVESPA	Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CRSP	Center for Research in Security Prices
DFPs	Demonstrações Financeiras Padronizadas
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
FASB	Financial Accounting Standard Board
IASB	International Accounting Standard Board
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISE	Istanbul Stock Exchange
I/B/E/S	Institutional Brokers' Estimate System
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MQG	Mínimos Quadrados Generalizados
NAICS	North American Industry Classification System
OLS	Ordinary Least Squares
ROE	Return on Equity
SEC	Security and Exchange Commission
TSE	Taiwan Stock Exchange
VIF	Variance Inflation Factor
ZSE	Zimbabwe Stock Exchange

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO.....	12
1	REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
1.1	A posição ocupada na literatura contábil.....	16
1.2	Relevância da informação contábil e o <i>timing</i> do <i>disclosure</i>.....	17
1.3	O marco teórico.....	19
1.3.1	<u>As hipóteses de Watts e Zimmerman (1978).....</u>	19
1.3.2	<u>“Boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”.....</u>	21
1.3.3	<u>Explicações alternativas: <i>stakeholder</i> e divulgações internas.....</u>	23
1.4	Estudos anteriores.....	25
1.4.1	<u>Os primeiros estudos.....</u>	25
1.4.2	<u>O <i>timing</i> dos relatórios de auditoria: uma etapa na evolução da literatura</u>	30
1.4.3	<u>Estudos recentes.....</u>	36
2	METODOLOGIA.....	44
2.1	Tipologia da pesquisa.....	44
2.2	Qualificação da amostra.....	45
2.3	Definição das variáveis e dos resultados esperados.....	46
2.3.1	<u>Monitoramento.....</u>	47
2.3.2	<u>Complexidade contábil.....</u>	49
2.3.3	<u>Governança corporativa.....</u>	50
2.3.4	<u>Relatório de auditoria.....</u>	51
2.3.5	<u>Performance.....</u>	52
2.3.5.1	Más notícias.....	53
2.3.6	<u>Variáveis de controle.....</u>	55
2.4	Modelagem das regressões.....	56
2.4.1	<u>Painel de dados.....</u>	58
2.4.2	<u>A busca por um modelo parcimonioso.....</u>	60
3	RESULTADOS.....	62
3.1	Questões preliminares: análise descritiva dos dados.....	62
3.2	Determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis	69
3.2.1	<u>Monitoramento.....</u>	72
3.2.2	<u>Complexidade Contábil.....</u>	73

3.2.3	<u>Governança Corporativa</u>	74
3.2.4	<u>Relatório de auditoria</u>	75
3.2.5	<u>Performance</u>	77
3.2.6	<u>Variáveis de controle</u>	78
3.2.7	<u>Análise adicional</u>	78
3.2.7.1	<i>As proxies</i> MÁS NOTÍCIAS.....	79
3.2.7.2	Demais variáveis.....	80
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS	82
4.1	Síntese das evidências sobre o prazo de divulgação das demonstrações contábeis	82
4.2	Limitações do estudo e sugestões para futuras pesquisas	84
	REFERÊNCIAS	85
	APÊNDICE A - Reestimações dos modelos em painel, na forma definida pela subseção 3.2.7.1, a partir de outras variáveis categóricas para os efeitos das surpresas nos resultados.....	91
	APÊNDICE B - Reestimações dos modelos em painel, na forma definida pela subseção 3.2.7.1, a partir de variáveis contínuas para os efeitos das surpresas nos resultados.....	92

INTRODUÇÃO

Lugar central na pesquisa contábil recente é ocupado pelo tema relevância¹ das informações contábeis, de modo que a literatura acadêmica vem prestando importantes contribuições para a compreensão das escolhas que permeiam o processo de divulgação (*disclosure*). Nesse contexto, o momento (*timing*) em que as demonstrações contábeis são divulgadas consiste em uma das escolhas, sob responsabilidade dos gestores, que afeta diretamente o aspecto da relevância, conforme estabelecido pelos órgãos formuladores de padrões contábeis e comprovado por estudos anteriores (BEGLEY; FISHER, 1998; CHAMBERS; PENMAN, 1984; GIVOLY; PALMON, 1982; KROSS; SCHROEDER, 1984).

A escolha dos gestores em relação ao momento da divulgação não é totalmente discricionária, havendo limite temporal tanto inferior quanto superior para que as demonstrações contábeis sejam tornadas públicas. Quanto ao prazo mínimo, repetindo o que ocorre na maioria dos mercados regulados, não há, no Brasil, qualquer normativo a respeito.

No entanto, estima-se que alguns fatores influenciem na determinação do prazo necessário para que as informações estejam prontas para serem divulgadas, tais como: (i) quantidade e tipo dos estoques a serem inventariados ao fim do exercício; (ii) experiência e *know-how* dos empregados que compõem os departamentos de contabilidade; (iii) disponibilidade e nível tecnológico dos sistemas informatizados voltados ao tratamento dos dados contábeis; (iv) aspectos relacionados ao prazo para a emissão do relatório dos auditores independentes; entre outros atributos específicos que tornam o prazo mínimo uma característica particular de cada companhia (COURTIS, 1976; DAVIES; WHITTRED, 1980; GIVOLY; PALMON, 1982; OWUSU-ANSAH, 2000; SENGUPTA, 2004).

Por outro lado, no Brasil, o limite superior, é regulado pela Lei das Sociedades por Ações (Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976), que, ao tratar da Assembleia Geral Ordinária (AGO) em seus artigos 132 e 133, estabelece que: (i) as demonstrações contábeis devem ser tornadas públicas até um mês antes da data marcada para a realização da AGO; e (ii) a AGO deve ser realizada nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social. Assim, de forma indireta, tem-se que o prazo legal para a divulgação das demonstrações contábeis pelas sociedades por ações é de até três meses a contar do encerramento do exercício (BRASIL, 1976a).

¹ De acordo com IASB (2010), entende-se como relevância “a capacidade que possuem as informações de influenciar decisões tomadas por seus usuários”.

Adicionalmente, o legislador brasileiro, por meio do artigo 8º da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, outorgou competência à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para regulamentar as matérias previstas na Lei das Sociedades por Ações (BRASIL, 1976b). Com base nessa competência, a Instrução CVM n. 480/09, em seu artigo 28, estabelece que as demonstrações contábeis dos emissores de valores mobiliários nacionais devem ser entregues em até 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social ou na mesma data de envio das demonstrações, o que ocorrer primeiro (BRASIL, 2009). Desta forma, a CVM estabeleceu, de forma direta, prazo infralegal a ser observado pelas sociedades por ações emissoras de valores mobiliários que coincide com o prazo legal indiretamente fixado.

Sendo assim, dentro do período compreendido entre o encerramento do processo de elaboração das demonstrações contábeis e o prazo normativo acima descrito, os gestores são livres para escolher o melhor momento para a divulgação. Diante dessa margem discricionária conferida aos gestores e considerando que estes tendem a agir de forma oportunística, segundo a premissa básica que orienta a pesquisa contábil positiva², tem-se que a escolha do momento para o *disclosure* será determinada pelos incentivos existentes para antecipá-lo ou atrasá-lo.

A literatura dedicada ao tema tem como ponto de partida os estudos seminais de Ball e Brown (1968) e de Beaver (1968), que, ao buscarem associações entre o conteúdo das informações contábeis e as reações do mercado (retornos das ações e volumes de negociações), deram relevo à tempestividade (*timeliness*), demonstrando que as negociações no mercado acionário podem ser atrasadas até que os lucros anuais sejam divulgados. A partir de então, parte da produção acadêmica voltou-se para: (i) estudar as reações do mercado ao *timing* das demonstrações contábeis (ATIASE; BAMBER; TSE, 1989; BEGLEY; FISHER, 1998; BOWEN et al., 1992; CHAMBERS; PENMAN, 1984; DIMITROV; JAIN, 2011; GIVOLY; PALMON, 1982; KROSS; SCHROEDER, 1984; PATELL; WOLFSON, 1982; ZEGHAL, 1984); e (ii) investigar os fatores associados ao lapso entre o fim do exercício financeiro e a divulgação das respectivas demonstrações contábeis (COURTIS, 1976; DAVIES; WHITTRED, 1980; DYER; MCHUGH, 1975; GIVOLY; PALMON, 1982; OWUSU-ANSAH, 2000; OWUSU-ANSAH; LEVENTIS, 2006; SENGUPTA, 2004).

² Os termos pesquisa contábil positiva, literatura positiva, tradição positiva e similares empregados ao longo deste estudo fazem referência à linha de pesquisa que toma como base a Teoria Positiva da Contabilidade, que, segundo Iudícibus e Lopes (2004), “[...] tem por finalidade fornecer subsídios para explicar e prever determinados fenômenos [...]”. Os autores explicam que “[...] essa denominação provém da economia e é utilizada em sentido oposto ao significado de teoria normativa [...]”

Entre os estudos nacionais identificados, apenas Martinez (2005) dedicou-se à primeira das linhas de pesquisa acima ao investigar, com base em estudo de eventos, o conteúdo informativo do anúncio de resultados contábeis em relação às expectativas dos analistas entre 1996 e 2003. Sob outra perspectiva, os fatores que influenciam a defasagem das demonstrações contábeis no Brasil foram estudados com foco em fatores relacionados à governança corporativa e à volatilidade dos títulos negociados pelas companhias. Além disso, foram consideradas apenas as companhias cujas ações atendiam a determinado índice mínimo de liquidez, abrangendo períodos anteriores à consolidação da convergência às normas internacionais de contabilidade (IFRS) e anteriores à crise financeira mundial desencadeada com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers (AMARAL et al., 2008; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2004; SILVA; SILVA; SANCOVSCHI, 2006).

Reduzida atenção tem sido dedicada ao estudo dos determinantes da defasagem das demonstrações contábeis, especialmente no Brasil. No entanto, numerosos são os argumentos a favor da importância desse tipo de investigação, entre estes estão a Lei Sarbanes-Oxley e outras regulamentações contemporâneas que enfatizam divulgações financeiras mais tempestivas e transparentes. Aliado a isso, são percebidos esforços dos órgãos reguladores no sentido de melhorar a tempestividade a partir do encurtamento do prazo para as divulgações. Como exemplo, tem-se que, com o fim de ampliar a eficiência informacional do mercado americano, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) emitiu, em 2005, o Release SEC n. 33-8644³, que determina a redução gradual do prazo para apresentação das demonstrações contábeis, passando de 90 para 60 dias após o fim do exercício social (OWUSU-ANSAH; LEVENTIS, 2006; SON; CRABTREE, 2011; WU; WU; LIU, 2008).

Diante do exposto, emerge a seguinte questão de pesquisa: Quais fatores são determinantes para a defasagem⁴ entre o fim do exercício financeiro e a divulgação das demonstrações contábeis no Brasil?

Almeja-se acrescentar novos achados à literatura acadêmica, contribuindo, ainda, com investidores e demais usuários das informações contábeis, principalmente com órgãos reguladores e formuladores de padrões contábeis no sentido de estimular novas ideias em

³ SEC (Securities and Exchange Commission). *Revisions to accelerated filer definition and accelerated deadlines for filing periodic reports*, 17 C.F.R. Release n. 33-8644 (2005). Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8644.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2012.

⁴ Destaca-se que, para os fins deste estudo, seguindo o adotado por Sengupta (2004) e outros, considera-se defasagem o intervalo de tempo, medido em dias, entre o fim do exercício financeiro e a data da divulgação das respectivas demonstrações contábeis, sendo data de divulgação aquela registrada para cada companhia, na página eletrônica da CVM (www.cvm.gov.br), no campo “data de entrega” da primeira apresentação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs).

direção ao aumento da eficiência do mercado brasileiro. Para tanto, serão perseguidos os seguintes objetivos:

Objetivo geral

- Fornecer evidências empíricas acerca dos fatores que influenciam as decisões dos gestores quanto ao momento de divulgação das demonstrações contábeis no Brasil.

Objetivos específicos

Em linha com a questão de pesquisa apresentada, este estudo tem por objetivos específicos:

- Diagnosticar os fatores determinantes do *timing* das demonstrações contábeis anuais das companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, para períodos posteriores à adoção das normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) e à crise financeira mundial desencadeada com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers (exercícios 2010 e 2011);
- Identificar padrões setoriais a respeito do *timing* das divulgações; e
- Verificar o desempenho das firmas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, ao longo dos exercícios 2010 e 2011, no tocante à tempestividade, comparando os resultados a estudos anteriores e avaliando a observância (*compliance*) das companhias estudadas aos normativos vigentes.

Finda esta introdução, as seções seguintes estão ordenadas de modo que, na sequência, são apresentados os fundamentos teóricos e os estudos anteriores que fornecem alicerces para o presente estudo. A segunda seção trata dos procedimentos metodológicos levados a cabo para o atingimento dos objetivos propostos e é seguida pela análise dos resultados encontrados após a aplicação dos testes empíricos. As considerações finais do estudo constam da quarta seção. Por fim, as referências listam os estudos consultados e os apêndices detalham os resultados dos testes empíricos.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção encontra-se dividida de modo que, na primeira subseção, busca-se situar o presente estudo na literatura contábil empírica. A seguir é promovida uma breve discussão em torno da relação entre relevância e tempestividade da informação contábil. Na sequência são analisadas as bases teóricas que fundamentam o estudo dos determinantes da defasagem das demonstrações contábeis e, encerrando este referencial teórico, são apresentados os estudos anteriores que pavimentaram o caminho de descobertas até o atual estágio.

1.1 A posição ocupada na literatura contábil

Entre os desafios relacionados ao estudo do tema tempestividade (*timeliness*) e, mais especificamente, dos determinantes da defasagem das demonstrações contábeis, está o de situá-lo na literatura contábil positiva. Para tanto, duas visões distintas podem ser adotadas. A primeira delas é aquela extraída do estudo de Verrecchia (2001), que dividiu a literatura dedicada ao estudo do *disclosure* em categorias, permitindo que as investigações voltadas para os determinantes da defasagem das demonstrações contábeis possam ser enquadradas em um dos ramos dessa literatura. A taxonomia proposta por Verrecchia (2001, p. 99) identifica três áreas de pesquisa sobre *disclosure*, são elas:

- (i) *association-based disclosure research*, que trata o *disclosure* como variável exógena e investiga seus efeitos posteriores (*ex-post*) nos preços e volumes de negociação;
- (ii) *discretionary-based disclosure research*, que investiga os incentivos que possuem os gestores para divulgar ou reter informações úteis à avaliação das companhias, tratando o *disclosure* como variável endógena e *ex-post*;
- (iii) *efficiency-based disclosure research*, que aborda as melhores estratégias de evidenciação antes mesmo que se tenha conhecimento do conteúdo a ser divulgado, tendo o *disclosure* como variável endógena e *ex-ante*.

Entre as áreas acima, a *discretionary-based disclosure research* é a que melhor se ajusta a este estudo, que é dedicado à investigação dos determinantes das escolhas

relacionadas ao momento das divulgações contábeis, ou seja, os fatores que motivam a tempestividade (*timeliness*).

A segunda visão adotada para situar o tema explorado na literatura contábil positiva foi extraída do estudo de Brown, Dobbie e Jackson (2009), que, alheios aos estudos sobre *disclosure*, identificam quatro diferentes medidas para *timeliness*, permitindo que este seja visto como uma linha de pesquisa independente das demais. Seguem abaixo os estudos e as respectivas medidas de *timeliness* apontadas pelos autores.

- (i) Dyer e McHugh (1975) mediram *timeliness* a partir do número de dias entre o fim do exercício e a divulgação dos resultados para o mercado financeiro;
- (ii) Ball e Brown (1968) definiram-no como a razão entre o retorno anormal no mês do evento (divulgação) e o retorno anormal de todo o ano, sendo, portanto, a medida com que os preços das ações das companhias refletem a informação sobre os lucros antes da divulgação destes, podendo o *timeliness* também ser visto como a rapidez com que os números contábeis são incorporados aos preços dos ativos;
- (iii) Beeks e Brown (2006) propuseram-se a aperfeiçoar a medida de Ball e Brown (1968), capturando a velocidade de descoberta do preço ao longo do ano que antecede a divulgação dos resultados; e
- (iv) Khan e Watts (2007), que avançaram sobre o modelo de Basu (1997), o qual enxerga *timeliness* como a rapidez com que a informação precificada pelo mercado é reconhecida pela contabilidade.

Para os fins deste estudo, mostra-se adequada a primeira entre as medidas de tempestividade listadas acima, visto que, assim como no estudo de Dyer e McHugh (1975), o propósito é investigar os fatores que influenciam a defasagem das demonstrações contábeis.

1.2 Relevância da informação contábil e o momento do *disclosure*

A divulgação de demonstrações contábeis (*disclosure*) implica a redução da assimetria informacional entre companhias emissoras de valores mobiliários e suas partes relacionadas, permitindo que estas avaliem o desempenho obtido por aquelas durante o período abrangido pelas demonstrações e, a partir disso, façam projeções de fluxos de caixa. Dessa redução da assimetria informacional decorrem os impactos, causados pela liberação de informações, sobre os preços dos títulos negociados (LAMBERT; LEUZ; VERRECHIA, 2007).

A associação entre resultados contábeis e as reações do mercado acionário, definida como relevância por Barth, Beaver e Landsman (2001), varia de acordo com a capacidade da informação contábil de alterar as expectativas dos investidores quanto aos fluxos de caixa futuros (LIMA, 2011). Essa noção está alinhada ao conceito de relevância fixado na estrutura conceitual emitida pelo *International Accounting Standard Board* (IASB), que prevê que para ser relevante, a informação contábil-financeira deve ser capaz de fazer diferença nas decisões tomadas pelos usuários (IASB, 2010).

Sendo assim, a tempestividade é uma das características qualitativas da informação contábil que influencia sua relevância, visto que a informação deve estar disponível a tempo de ser capaz de influenciar as decisões de seus usuários, sendo que, quanto maior a defasagem entre o fim do exercício e a divulgação das respectivas demonstrações contábeis, menor será a relevância da informação produzida (IASB, 2010).

Acerca da relação entre tempestividade e relevância, o *Financial Accounting Standard Board* (FASB), em seu *Financial Accounting Concepts n. 2* (parágrafo 56), manifesta-se no sentido de que, isoladamente, a tempestividade da informação contábil não garante sua relevância, no entanto, sua ausência é capaz de furtar a relevância que a informação teria caso divulgada no devido momento (FASB, 1980).

Em estudo que marcou a gênese da pesquisa empírica na área contábil, Beaver (1968, p. 74) já enaltecia a importância da tempestividade das informações contábeis ao sugerir que investidores tendem a atrasar suas negociações no mercado acionário e todas as demais decisões correlatas até que as demonstrações contábeis sejam divulgadas.

Estudos empíricos demonstraram que, de fato, a relevância das demonstrações contábeis está inversamente relacionada à defasagem das respectivas divulgações, de modo que, quanto maiores as defasagens, maiores as chances de as informações contidas nas demonstrações serem antecipadas por outras fontes, sendo, portanto, substituídas. Ou seja, maiores lapsos entre o fim do exercício e a divulgação das respectivas informações contábeis favorecem a ação de *insiders* (ATIASE; BAMBER; TSE, 1989; BAMBER; BAMBER; SCHODERBEK, 1993; CHAMBERS; PENMAN, 1984; GIVOLY; PALMON, 1984).

Desta forma, gestores possuem o compromisso de divulgar, rapidamente, informações privadas, boas ou más. Tais divulgações se fazem necessárias não apenas para reduzir a assimetria informacional, como também para reduzir potencialmente o custo de capital (DIAMOND, 1985; KOTHARI; SHU; WY SOCK, 2009; VERRECHIA, 2001).

1.3 O marco teórico

Algumas etapas são necessárias para que os objetivos deste estudo sejam alcançados, entre elas está o desenvolvimento de hipóteses consistentes com a base teórica disponível, pois somente a partir de premissas sólidas será possível a formulação de testes empíricos apropriados. E estes, uma vez aplicados, fornecerão subsídios para que os resultados esperados sejam confirmados ou refutados.

Isto posto, serão apresentados nesta subseção os construtos teóricos que fornecem alicerces para esta pesquisa. Inicialmente, demonstra-se como as três hipóteses da teoria positiva da contabilidade contribuem para o desenvolvimento dos estudos dedicados a explicar e prever os determinantes da defasagem das demonstrações contábeis. Em seguida, os resultados condizentes com a máxima “boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas” são confrontados com achados empíricos divergentes. Por fim, o *timing* das demonstrações contábeis é explicado à luz da hipótese do *stakeholder* e da hipótese das divulgações internas.

Afastada a pretensão de esgotar os temas propostos, frisa-se que o objetivo desta subseção limita-se a descrever as bases teóricas que fundamentam o processo decisório das companhias em relação ao momento da divulgação de suas demonstrações contábeis anuais.

1.3.1 As hipóteses de Watts e Zimmerman (1978)

A teoria positiva da contabilidade, segundo Watts e Zimmerman (1986), viabiliza meios para explicar e prever a prática contábil a partir de princípios da teoria econômica. A premissa básica é a de que indivíduos agem em busca da realização de seus interesses pessoais com o fim de maximizar o próprio bem-estar.

De acordo com Iudícibus e Lopes (2008, p. 20), a teoria positiva da contabilidade está fortemente assentada na teoria do agente. Por seu turno, a relação de agência, segundo Jensen e Meckling (1976), consiste em contrato a partir do qual o principal, entendido como uma ou mais pessoas que possuem o controle ou a propriedade da companhia, encarrega outra pessoa - o agente - do papel de conduzir a companhia em seu favor, o que inclui a delegação de autoridade para a tomada de decisões em seu lugar. Assim, considerando que ambas as partes, principal e agente, tendem a agir de forma a maximizar suas próprias utilidades, presume-se

que o agente tenderá a agir em seu próprio benefício, empregando os recursos colocados em seu poder para maximizar o próprio bem-estar em prejuízo do principal. Por sua vez, os chamados custos de agência decorrem dos gastos incorridos pelo principal com o monitoramento das atividades do agente.

Amparados na teoria do agente e na perspectiva teórica oportunística, Watts e Zimmerman (1978) estabeleceram três hipóteses básicas (planos de incentivo, grau de endividamento e custos políticos) para explicar o comportamento do agente. Essas hipóteses guiam a literatura positiva, isto é, os estudos orientados a explicar e prever as práticas contábeis seguidas pelas diversas instituições. Ressalta-se que os padrões adotados em relação ao momento de divulgação estão incluídos nas mencionadas práticas contábeis.

Condizente com a hipótese dos planos de incentivos, Aboody e Kasznik (2000) e Yermack (1997) encontraram evidências de que CEOs, cujas remunerações variáveis são baseadas em planos de opções, tomam decisões oportunísticas em relação ao momento de divulgação das demonstrações contábeis. Assim, boas notícias (resultados superiores ao previsto por analistas de mercado) tendem a ser atrasadas enquanto más notícias aceleradas com o fim de maximizar as recompensas baseadas em opções pagas aos administradores.

A literatura pesquisada também apresenta visões que aparentemente decorrem da hipótese do grau de endividamento proposta por Watts e Zimmerman (1978), que prevê que companhias endividadas tendem a optar por práticas contábeis que ampliem o lucro reportado. Entre essas práticas está a apropriação antecipada de lucros de períodos futuros.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), gestores de firmas cujas atividades produtivas são financiadas por credores externos tendem a investir em arranjos diferentes do que fora antes anunciado. O objetivo desses gestores seria a maximização de suas próprias utilidades e a pulverização dos riscos aos quais se submetem. Conscientes disso, credores tendem a exercer rigoroso monitoramento, gerando incentivos para que companhias endividadas divulguem suas demonstrações contábeis o quanto antes, pois diversas cláusulas são estabelecidas nos contratos de dívidas com o objetivo de restringir a discricionariedade dos gestores, entre estas se destacam as que exigem divulgações frequentes e tempestivas, sob pena de multa (OWUSU-ANSAH, 2000; WU; WU; LIU, 2008).

Encerrando a análise das hipóteses da teoria proposta por Watts e Zimmerman (1978), a hipótese dos custos políticos prevê incentivos para que empresas de grande porte escolham práticas contábeis que reduzam sua exposição pública e, assim, estejam menos sujeitas: (i) à ação de órgãos governamentais (reguladores, fiscais e ambientais); (ii) a pressões sindicais; (iii) a demandas judiciais mais onerosas; (iv) à cobertura da imprensa; e outros.

Originalmente, a teoria prevê a redução dos custos políticos a partir da opção por práticas que reduzam os lucros reportados, no entanto, espera-se que companhias de grande porte também tenham incentivos para reduzir os custos políticos por meio de divulgações mais tempestivas (menos defasadas) de suas informações financeiras. Assim, o intuito seria reduzir a exposição pública, evitando especulações em torno dos títulos negociados nos mercados e reduzindo as críticas recebidas de analistas de mercado, imprensa e de outras partes interessadas (DAVIES; WHITTRED, 1980; DYER; MCHUGH, 1975; KHASHARMED; ALJIFRI, 2010; LOBO; ZHOU, 2005; SILVA; SILVA; SANCOVSCHI, 2006; SON; CRABTREE, 2011).

1.3.2 “Boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”

A literatura dedicada ao estudo dos retornos anormais em torno do *timing* das divulgações forneceu, em sua maioria, resultados condizentes com a máxima “boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”⁵ (BEGLEY; FISHER, 1998; CHAMBERS; PENMAN, 1984; GIVOLY; PALMON, 1982; KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2009; KROSS, 1982; KROSS; SCHROEDER, 1984; ZEGHAL, 1984).

Resultados similares foram interpretados por Fama e Laffer (1971) no sentido de que gestores poderiam utilizar o atraso na divulgação das demonstrações contábeis como forma de sinalizar (“*silent signal*”) a seus investidores a oportunidade de negociação de valores mobiliários antes do impacto da divulgação de más notícias. Nessa mesma esteira, Chambers e Penman (1984), afirmam que investidores interpretam a ausência de divulgação na data esperada como uma previsão de más notícias, de modo que o atraso na divulgação de más notícias não seria medida eficaz para evitar reações negativas do mercado.

Trueman (1990) fornece explicações alternativas para essa natureza de resultados, sustentando que gestores tendem a atrasar a divulgação de más notícias com o fim de ganhar tempo para vender ações que detenham antes da queda de preço. No entanto, o próprio autor aponta problemas para essa explicação, entre eles estariam as proibições que recebem, por parte dos reguladores dos mercados de valores mobiliários, as negociações conhecidas como

⁵ A literatura pesquisada entende boas notícias como a divulgação de resultados contábeis acima da expectativa do mercado e, de modo análogo, más notícias são vistas como a divulgação de resultados inferiores ao esperado.

insider tradings, o que tende a impedir que gestores atrasem a divulgação de más notícias se a razão para tanto é a venda de ações.

Outra explicação proposta por Trueman (1990) é que demonstrações contendo más notícias requerem maior tempo de auditoria. Complementarmente, o autor afirma que gestores de companhias que possuem más notícias a divulgar tendem a proceder ao gerenciamento dos resultados, ou seja, antecipar o reconhecimento de receitas de exercícios posteriores, bem como retardar a apropriação de despesas do atual exercício, no sentido de aumentar o lucro do período. No entanto, ações desse tipo levam tempo, atrasando as divulgações. Sob outro ponto de vista, gestores atrasariam suas divulgações até terem acesso às demonstrações dos concorrentes, de forma que, de posse dos números dos rivais, gestores decidiriam por gerenciar ou não os resultados e, assim, atrasar ainda mais suas divulgações ou não.

Apesar dos reiterados resultados confirmando a máxima “boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”, Skinner (1994) contraria a corrente majoritária da literatura, estabelecendo que, como forma de reduzir os riscos de litígios, gestores possuem incentivos para antecipar a divulgação de notícias extremamente negativas. Tais riscos decorrem da retenção dolosa de informações cuja divulgação é relevante para as decisões dos investidores. Adicionalmente, segundo o autor, haveria custos à reputação dos gestores, visto que investidores, analistas de mercado, gestores de fundos de investimentos e outros profissionais tendem a impor custos adicionais a companhias cujos gestores retêm más notícias. Esses pressupostos acerca desses custos adicionais foram, anos depois, corroborados pelos resultados de Son e Crabtree (2011), que verificaram que companhias cujos gestores não divulgam prontamente más notícias tendem a ser menos acompanhadas por analistas de mercado e gestores financeiros, o que leva a uma menor precificação pelo mercado.

Os resultados de Skinner (1994) indicaram que, entre as divulgações voluntárias, são mais frequentes aquelas que antecipam notícias extremamente negativas, o que contraria a visão de que notícias extremadas seriam evitadas pelos gestores. Além disso, verificou-se que a reação do mercado a divulgações voluntárias são, em média, mais de duas vezes superiores para más notícias em relação às boas, confirmando a visão de que gestores antecipam más notícias quando possuem informações sobre surpresas amplamente negativas.

Begley e Fisher (1998) partem de premissa similar àquela postulada por Skinner (1994), isto é, de que pode ter havido mudanças no ambiente corporativo devido ao aprimoramento das instituições, o que teria levado a um aumento do risco de litígio incorrido pela retenção de más notícias. Por conseguinte, esperavam constatar menores atrasos de más notícias devido aos incentivos à antecipação e, simultaneamente, maiores atrasos de boas

notícias devido aos incentivos por maior verificação, o que levaria à extinção do fenômeno “boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”. Entretanto, os resultados não confirmaram o que era esperado no tocante às mudanças no ambiente de litígio. Pelo contrário, foram verificadas as condições previstas pela literatura, qual seja, “*good news early, bad news late*”⁶.

A hipótese “boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas” foi confirmada por Kothari, Shu e Wysock (2009), tanto para alterações do valor dos dividendos distribuídos em relação àqueles previstos, quanto para os resultados observados em confronto com aqueles previstos pela própria administração (divulgações voluntárias de previsões de lucros). Os autores acreditam que resultados inferiores aos esperados seriam ocultados na expectativa de que eventos corporativos subsequentes, com impactos positivos sobre os resultados, fossem suficientes para atenuar as surpresas negativas. Sustentam, ainda, que gestores podem ser motivados a reter más notícias em função de preocupações relacionadas à carreira, visto que proprietários buscam avaliar a habilidade dos gestores com base nos resultados financeiros que lhes são disponibilizados. Assim, ao divulgar más notícias, gestores tendem a ter baixas avaliações e os impactos em suas carreiras incluem desde limitações às promoções até problemas para receber novas oportunidades de emprego, dentro ou fora da companhia.

1.3.3 Explicações alternativas: *stakeholder* e divulgações internas

Com base na hipótese do *stakeholder*, Bowen et al. (1992) forneceram explicações adicionais sobre como as companhias podem obter benefícios a partir da defasagem das demonstrações contábeis. De acordo com os autores, os incentivos que possuem os gestores para atrasar a divulgação de más notícias (resultados inferiores ao esperado) somente ocorrem se satisfeitas duas condições: gestores não tenham oportunidade para esconder (deixar de divulgar) más notícias sujeitas ao *disclosure* obrigatório e, ainda, não encontrem meios para minimizar as reações negativas decorrentes. Satisfeitas essas condições, então, segundo a hipótese do *stakeholder*, gestores possuem incentivos para atrasar a divulgação de más notícias, permitindo que estas sejam gradualmente incorporadas ao preço dos ativos, minimizando reações negativas. Ainda segundo a explicação fornecida, seriam constantes os

⁶ O trecho correspondente na tradução é: “Boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”.

incentivos para antecipar a divulgação de boas notícias com o intuito de maximizar reações positivas do mercado.

Por outro lado, uma explicação concorrente tem por base a hipótese das divulgações internas (*internal reporting explanation*), estabelecendo que as avaliações de performance e as recompensas costumam estar associadas aos resultados observados nos diferentes setores das companhias e, por isso, gestores dos diversos níveis hierárquicos possuem incentivos para atrasar o máximo possível, nos trâmites internos da companhia, a divulgação de más notícias até que estas sejam mitigadas por boas notícias posteriores, ou até que sejam revistas, justificadas e/ou alteradas. Por seu turno, presume-se que boas notícias recebem escrutínio relativamente menor, passando pelos diferentes níveis mais rapidamente (KROSS, 1982; LAURIE; PASTENA, 1975).

Tem-se, assim, que ambas as explicações acima prevêm que companhias que registraram más notícias, ou seja, resultados abaixo do esperado, tendem a divulgar suas demonstrações contábeis após a data esperada, enquanto companhias que tiveram resultados acima do esperado (boas notícias) divulgariam antes do esperado. Diante disso, Bowen et al. (1992) investigaram o comportamento dos gestores no que diz respeito à escolha do momento da divulgação com o propósito de segregar os resultados decorrentes da hipótese dos *stakeholders* daqueles que decorrem da hipótese das divulgações internas.

Para tanto, Bowen et al. (1992) escolheram os dias em torno da quebra do mercado de capitais de outubro de 1987 para a aplicação dos testes empíricos, pois, nesse período, permaneceriam constantes os interesses dos gestores sobre as avaliações internas de performance (hipótese das divulgações internas). No entanto, seguindo o que prevê a hipótese do *stakeholder*, gestores tenderiam a enxergar o momento de alta volatilidade que seguiu a quebra como oportunidade para “esconder más notícias sujeitas ao *disclosure* obrigatório”, minimizando, assim, as reações às más notícias. Em meio a altas e baixas do mercado que marcaram os dias investigados, a mídia especializada estaria menos atenta às divulgações das companhias. Além disso, investidores que se baseiam apenas nos retornos dos títulos negociados teriam dificuldades na interpretação das notícias devido à alta volatilidade que caracteriza períodos de crise, mascarando as reações a notícias adversas.

Assim, isolados os efeitos da hipótese das divulgações internas, os resultados encontrados pelos autores foram consistentes com a *stakeholder explanation*, de modo que divulgações trimestrais antecipadas relativas a períodos que seguiram a crise exibiram, em média, más notícias, sendo possível inferir que as decisões relacionadas ao *timing*, para as companhias estudadas, foram motivadas pelo desejo de minimizar reações adversas às más

notícias. Desta forma, Bowen et al. (1992) concluíram que gestores tentam influenciar as percepções acerca da performance das companhias, conforme explicado pela hipótese do *stakeholder*, sem, contudo, rechaçar a hipótese das divulgações internas.

Consoante visto nas linhas anteriores, a literatura fornece algumas explicações para o *timing* das demonstrações contábeis, sendo que a maioria destas converge para o fenômeno conhecido como “boas notícias antecipadas, más notícias atrasadas”.

1.4 Estudos anteriores

Uma vez explorada a visão da literatura sobre a relação entre relevância e tempestividade das informações contábeis, tendo sido, na sequência, examinadas as explicações teóricas para o *timing* das divulgações, nesta subseção serão revisadas as pesquisas anteriores dedicadas especificamente ao estudo dos fatores determinantes da defasagem das demonstrações contábeis, tema que orienta este estudo.

Para tanto, é apresentada a trajetória da literatura na qual este estudo se apoia, desde os primeiros estudos, passando pelos estudos congêneres que se debruçaram sobre a explicação da defasagem dos relatórios de auditoria e chegando, por fim, às pesquisas mais recentes que revelam o atual estágio de desenvolvimento da linha de pesquisa acolhida.

1.4.1 Os primeiros estudos

A literatura reconhece Dyer e McHugh (1975) como os pioneiros entre os estudos que tratam a defasagem das divulgações contábeis como uma medida de tempestividade. Além disso, os autores são considerados os primeiros a estudar a associação entre *timing* e determinados atributos das companhias (BROWN; DOBBIE; JACKSON, 2011; DARDOR, 2009; OWUSU-ANSAH, 2000).

A partir de dados referentes a 120 companhias listadas na *Sydney Stock Exchange* (bolsa de valores australiana), cobrindo o período entre 1965 e 1971, Dyer e McHugh (1975) investigaram a relação entre as defasagens (dos relatórios de auditoria e das demonstrações contábeis anuais) e os atributos: porte, data de encerramento do exercício e rentabilidade. Os

resultados reportados indicaram significância estatística para as variáveis porte e data do encerramento do exercício, revelando que companhias maiores e aquelas que não possuem 30 de junho como data de encerramento do exercício tendem a divulgar em menor prazo.

A então incipiente linha de pesquisa ganhou a contribuição de Courtis (1976), que estendeu a nova abordagem com o acréscimo dos atributos setor de atividade, número de acionistas e número de páginas do relatório anual divulgado, mantendo o porte como variável. A amostra analisada contou com observações referentes a divulgações realizadas em 1974, coletadas de 204 companhias listadas na *New Zealand Stock Exchange* (bolsa de valores da Nova Zelândia). A relação entre defasagem e o atributo setor de atividade mostrou-se estatisticamente significativa, o que também foi observado para a rentabilidade, de modo que companhias menos rentáveis demonstraram-se tendentes a atrasar suas divulgações.

Gilling (1977), ao avançar sobre as análises de Courtis (1976), introduziu novos horizontes para a pesquisa do tema, ressaltando a importância do papel desempenhado pelos auditores independentes para o *timing* das demonstrações contábeis:

The production of an audited set of financial statements is a function of both the management who prepare the statements and the auditors who examine them. Punctuality, or lack of it, in the production of financial statements can be attributed to the efficiency, or tardiness, of either management or auditor. In some cases, a conscious desire by management to report quickly will result in the imposition on the auditor of specific time goals and therefore the speed of production will be largely determined by the management. In the absence of managerial imposed time schedules, the reporting lag will largely be determined by the speed and efficiency of the auditor and the manner in which he schedules his work⁷. (GILLING, 1977, p. 34).

Assim, com base em uma amostra formada por 187 companhias listadas na bolsa de valores da Nova Zelândia (73% do total), cujos dados referem-se a demonstrações divulgadas no ano de 1976, Gilling (1977) encontrou resultados que apontam que, em média, companhias auditadas pelas oito maiores firmas de auditoria (*Big-Eight*) levam 53 dias para terem acesso ao relatório de auditoria, enquanto as demais, 90 dias.

Esse novo parâmetro de análise com foco voltado para os trabalhos de auditoria foi levado adiante por dois estudos aparentemente simultâneos⁸: Whittred (1980) e Davies e Whittred (1980).

⁷ O trecho correspondente na tradução é: A produção de um conjunto de demonstrações financeiras auditadas é uma função tanto do gestor que as prepara quanto dos auditores que as examinam. A pontualidade (ou a sua falta), para a produção de demonstrações financeiras, pode ser atribuída à eficiência (ou ao atraso) tanto do gestor quanto do auditor. Em alguns casos, o manifesto desejo da administração de reportar rapidamente resultará em imposição de metas ao auditor para o cumprimento de determinados prazos. Portanto, a velocidade de produção será em grande parte determinada pela administração. Na ausência de prazos estipulados pelos gestores, a defasagem das demonstrações será em grande parte determinada pela velocidade e eficiência do auditor e da maneira como organiza seu trabalho. (GILLING, 1977, p. 34).

⁸ Além de terem sido publicados no mesmo ano e possuírem um autor em comum, Davies e Whittred (1980) citam Whittred (1980) e vice-versa.

De um lado, Whittred (1980) destaca a difícil harmonização entre a exigência de demonstrações contábeis submetidas à auditoria e os anseios pela tempestividade destas mesmas demonstrações, pois os trabalhos de auditoria demandam tempo, principalmente em razão da extensa gama de confirmações impostas pelas normas de auditoria. Segundo o autor, as negociações entre gestores e auditores em torno de potenciais ressalvas também levam tempo, visto que tanto auditores quanto gestores não desejam arriscar suas reputações profissionais. Além disso, gestores possuem incentivos para evitar a divulgação da notícia ruim que uma ressalva pode representar.

As evidências empíricas reportadas por Whittred (1980) foram obtidas a partir de testes aplicados em dados relativos ao período entre 1965 e 1974, extraídos de companhias listadas na bolsa de valores australiana. Os resultados confirmam a hipótese de que companhias cujas demonstrações contábeis recebem relatório de auditoria com ressalva pela primeira vez, ou seja, as demonstrações do exercício anterior não foram ressalvadas, tendem a levar mais tempo para divulgar. Além disso, quanto maior a gravidade da ressalva, maior a defasagem.

Por outro lado, Davies e Whittred (1980) foram além, uma vez que consubstanciaram as ideias de Dyer e McHugh (1975) e Curtis (1976) com as de Gilling (1977) sob o seguinte argumento:

This study has so far addressed itself to the association between selected corporate attributes and corporate reporting behaviour — a line of research into the determinants of that behaviour previously adopted by both Dyer and McHugh [6] and Curtis [5]. Gilling [8] has suggested that a more fruitful line of research might be to examine the attributes of auditing firms rather than corporations. **However, neither approach alone is likely to provide an adequate explanation of the corporate reporting process. The length of a corporation's reporting lag is the outcome of the interaction between both parties.** With respect to the year-end reporting lag, this interaction occurs predominantly (but not only) in the actual year-end audit period and in the management-auditor negotiation regarding the type of audit report to be rendered in any given set of circumstances. **A more fruitful line of research would appear to be to examine the attributes of auditing firms and corporations which jointly determine the duration of the year-end audit period. Thus it would be appropriate to consider such variables as the presence or otherwise of extraordinary items, changes in accounting techniques, changes in auditors, audit firm size and the incidence or otherwise of an audit qualification**⁹. (DAVIES e WHITTRED, 1980, p. 55, grifo nosso).

⁹ O trecho correspondente na tradução é: Este estudo dedicou-se à associação entre atributos corporativos selecionados e o comportamento das companhias em relação à divulgação - uma linha de pesquisa anteriormente adotada por Dyer e McHugh (1975) e por Curtis (1976). Gilling (1977) sugeriu que uma linha de pesquisa mais próspera poderia estar ligada aos atributos das empresas de auditoria. **No entanto, nenhuma abordagem isoladamente é capaz de proporcionar uma explicação adequada para o processo de *disclosure*. A defasagem das demonstrações contábeis é o resultado da interação entre ambas as partes.** Com relação ao atraso das demonstrações anuais, esta interação ocorre predominantemente (mas não apenas) no período de auditoria após o encerramento do exercício e na negociação entre gestor e auditor quanto ao tipo de relatório de auditoria a ser divulgado, de acordo com as circunstâncias. **Uma promissora linha de pesquisa pode ser examinar os atributos das firmas de auditoria e das companhias que estabelecem, em conjunto com os auditores, prazos para a duração dos trabalhos de auditoria. Assim, seria apropriado considerar variáveis como a presença ou não de itens extraordinários, mudanças nas técnicas contábeis, mudanças de auditores, tamanho da firma de auditoria e a incidência ou não de ressalvas nos relatórios de auditoria.** (DAVIES e WHITTRED, 1980, p. 55, grifo nosso).

A partir dessa proposta, Davies e Whittred (1980) replicaram os testes de Dyer e McHugh (1975), acrescentando as seguintes variáveis: presença de itens extraordinários nos balanços¹⁰; mudanças nas técnicas contábeis empregadas; substituição da firma de auditoria; tamanho da firma de auditoria; e incidência de ressalvas. Foram utilizados dados relativos ao período entre 1972 e 1977 de uma amostra de 100 companhias australianas listadas na Bolsa de Sydney. Os resultados reportados indicam que:

- (i) companhias classificadas arbitrariamente como pequenas, bem como aquelas tidas como grandes, reportam em prazos significativamente inferiores àqueles observados para companhias de médio porte; e
- (ii) companhias classificadas nos extremos (inferior e superior) em relação à rentabilidade e à presença de itens extraordinários levam tempo significativamente superior às demais.

Davies e Whittred (1980) associam esses resultados ao aumento tanto do período de realização dos trabalhos de auditoria como do tempo de negociação, entre gestores e auditores, em torno do conteúdo dos relatórios de auditoria.

Givoly e Palmon (1982) acrescentaram importante contribuição à linha de pesquisa analisada, uma vez que, além de examinarem a relação entre o conteúdo informacional e a tempestividade das demonstrações contábeis, estudaram a evolução e os determinantes do *timing* das divulgações em ambiente americano. Os autores apresentam críticas aos estudos de Dyer e McHugh (1975) e Curtis (1976) sob o argumento de que o nível de rentabilidade não seria apropriado para captar as percepções (surpresas) de gestores e investidores em relação aos números reportados, o que somente seria possível a partir do emprego de medidas hábeis a capturar alterações inesperadas nos resultados, isto é, a diferença entre o resultado (lucro) observado e o resultado esperado (boas notícias ou más notícias). A métrica escolhida como *proxy* para o resultado esperado foi o consenso (média) das previsões dos analistas de mercado disponíveis na publicação semanal *S&P's Earning Forecaster*.

O fator mais importante para a tempestividade das demonstrações contábeis, segundo Givoly e Palmon (1982), é a extensão dos trabalhos de auditoria, que, de acordo com os autores, é determinada por fatores como o porte da companhia, a qualidade dos controles internos e a complexidade das operações. Esta última estaria relacionada à composição dos ativos e passivos, à ocorrência de combinação de negócios e/ou transações com partes

¹⁰ Eventos não recorrentes, ou seja, eventuais, que decorrem de transações alheias às operações habituais da companhia (ASHTON; GRAUL; NEWTON, 1989).

relacionadas, bem como à quantidade de negócios com o exterior. Sendo assim, esperava-se que esses fatores estivessem fortemente relacionados com a defasagem das divulgações.

Os resultados reportados por Givoly e Palmon (1982) apontam uma significativa diminuição da defasagem das divulgações ao longo dos anos, passando de uma média de 63 dias em 1960 para 41 em 1974. Esse avanço é atribuído a fatores que vão desde a introdução de sistemas informatizados para o tratamento das informações contábeis até a ampliação do monitoramento exercido por investidores e demais partes interessadas. Os achados empíricos também revelaram, para 21 dos 25 setores de atividade analisados, a existência de padrões intrassetoriais na sequência em que as companhias divulgavam suas demonstrações contábeis. No entanto, a hipótese de que as companhias de maior porte seriam as primeiras a divulgar em cada setor não foi confirmada. No tocante à relação entre os atributos e a tempestividade, verificou-se uma relação inversa e não significativa entre porte, medido pelo logaritmo natural das vendas e defasagem. A razão entre estoques inventariados e ativo total, *proxy* para complexidade, mostrou-se positivamente associada à defasagem. Além disso, notou-se que más notícias estão associadas a maiores lapsos para a emissão dos relatórios de auditoria.

Destaca-se que o estudo de Givoly e Palmon (1982) marcou uma evolução no que diz respeito à modelagem empregada nos testes empíricos, visto que foi o precursor na aplicação de modelo de análise multivariada de dados para a análise dos determinantes da defasagem das demonstrações contábeis. Em que pese o avanço metodológico, constatou-se que as variáveis selecionadas possuem baixo poder explanatório (R^2 de 0,26 para 1973 e de 0,19 para 1974). Segundo os autores, esse resultado demonstra que a ordem intrassetorial, em conjunto com a tradição quanto ao momento de divulgação e até mesmo uma suposta aleatoriedade, parecem fornecer melhores explicações para as defasagens. O estudo é concluído com a afirmação de que atrasos intencionais provocados pelos gestores parecem ser os verdadeiros causadores das defasagens e não o lapso demandado pelos trabalhos de auditoria.

A importância do *timing* dos relatórios de auditoria, ressaltada por Gilling (1977), Whittred (1980), Davies e Whittred (1980) e Givoly e Palmon (1982), parece ter exercido influência sobre as pesquisas subsequentes, visto que esse foi o enfoque dos estudos de Ashton, Willingham e Elliott (1987), Ashton, Graul e Newton (1989), Newton e Ashton (1989), Carslaw e Kaplan (1991), entre outros que marcaram a evolução da literatura nas décadas de 1980 e 1990 e serão analisados a seguir.

1.4.2 O timing dos relatórios de auditoria: uma etapa na evolução da literatura

Seguindo os trilhos dos estudos revisados acima, Ashton, Willingham e Elliott (1987) investigaram os determinantes da defasagem dos relatórios de auditoria emitidos pela firma *Peat, Marwick, Mitchel & Co.* Os dados das 488 companhias americanas que compõem a amostra foram obtidos de forma privada por meio de acesso às informações relativas à última auditoria realizada em cada empresa antes de maio de 1982, o que, segundo os autores, favoreceu a coleta de informações não consideradas por estudos anteriores, tais como a força dos controles internos dos clientes e a proporção dos trabalhos de auditoria realizados antes e depois do fim do exercício. No entanto, o ponto negativo é o potencial viés decorrente da homogeneidade dos procedimentos de auditoria praticados pela firma que cedeu os dados.

Com o propósito de possibilitar a comparação com estudos anteriores, Ashton, Willingham e Elliott (1987) procederam a testes uni e multivariados. A defasagem média foi de 62,5 dias e os resultados dos testes univariados indicaram que a defasagem do relatório de auditoria é maior para companhias que:

- (i) possuem ressalvas na opinião dos auditores;
- (ii) não estão classificadas no setor financeiro;
- (iii) não possuem valores mobiliários negociados;
- (iv) não possuem encerramento do exercício em dezembro;
- (v) possuem piores controles internos;
- (vi) contam com tecnologia de processamento de dados menos complexa; e
- (vii) possuem a maior parte dos trabalhos de auditoria realizados depois do encerramento do exercício.

No entanto, esses resultados mostraram-se diferentes para determinadas parcelas da amostra, de modo que relatórios de auditoria com ressalvas são associados a atrasos apenas para companhias do setor financeiro. Por outro lado, somente para companhias não financeiras se mostrou significativa a relação positiva entre defasagem e a proporção dos trabalhos de auditoria realizados depois do fim do exercício. Além disso, o porte mostrou-se negativamente associado à defasagem apenas para companhias que negociam valores mobiliários (públicas), sendo que, para as demais, a relação encontrada foi positiva.

Os resultados dos testes multivariados, levados a cabo por Ashton, Willingham e Elliott (1987), indicam como significativas e positivamente associadas à defasagem do relatório de auditoria as variáveis porte, medido pela receita bruta, e complexidade das operações, medido

pelo número de locais de operação e pelo número de linhas produtivas desenvolvidas. Demonstraram relação significativa e negativa as variáveis propostas para medir a qualidade dos controles internos (escala de zero a cinco pontos atribuída pelo auditor) e a proporção dos trabalhos de auditoria realizados antes e depois do fim do exercício. Os resultados também indicaram que os relatórios de auditoria de companhias que negociam valores mobiliários são menos defasados. O poder explanatório (R^2 ajustado) das variáveis propostas foi de 26,5%, ou seja, o modelo explica cerca de um quarto da variação da defasagem. Essa proporção passa para 38,8 % quando consideradas apenas as companhias que negociam valores mobiliários.

Em outro estudo, os determinantes da defasagem dos relatórios de auditoria de 465 companhias listadas na Toronto Stock Exchange (bolsa de valores canadense) foram investigados por Ashton, Graul e Newton (1989), a partir de modelo multivariado, para o período entre 1977 e 1982. Os resultados, apresentados ano a ano, indicaram que:

- (i) a presença de itens extraordinários, ou seja, eventos não recorrentes e estranhos às operações habituais, mostrou-se significativamente associada ao aumento da defasagem para todos os exercícios sob análise;
- (ii) companhias não financeiras apresentaram defasagem média 13,2 dias superior em relação às financeiras, de modo que as diferenças mostraram-se estatisticamente significantes para todos os anos, exceto para 1982;
- (iii) os exames também demonstraram que companhias auditadas pelas nove maiores firmas de auditoria que compõem o grupo chamado *Big-9* possuem atraso médio 12 dias inferior ao observado para as demais, sendo que as diferenças estatísticas foram significantes para todos os anos; e
- (iv) a divulgação de resultados negativos também se mostrou impactante em todos os exercícios, sendo que companhias que divulgaram prejuízos tiveram defasagem média 19,2 dias superior à observada para as demais companhias.

Ashton, Graul e Newton (1989) também reportaram que o porte, medido pelo ativo total, e a opinião dos auditores pela ressalva mostraram-se negativamente associados à defasagem, sendo o porte estatisticamente significativo para três dos exercícios investigados e a presença de ressalvas para quatro.

Em que pese a verificação de significância estatística para as variáveis consideradas, Ashton, Graul e Newton (1989) concluíram que o modelo testado explica entre 8,8 (exercício 1982) e 12,6% (exercício 1978) da variação da defasagem. Diante do baixo poder explanatório, os autores sugeriram estudos dedicados a outras *proxies* para más notícias, bem como a investigação isolada do atraso de cada uma das firmas que compõem o grupo *Big-9*.

O estudo de Ashton, Graul e Newton (1989) foi estendido por Newton e Ashton (1989), que, a partir de uma subamostra de 307 companhias (foram eliminadas da amostra de Ashton, Graul e Newton (1989) aquelas não auditadas por firmas do *Big-9*), investigaram os determinantes da defasagem dos relatórios de auditoria com ênfase para a estrutura empregada nos trabalhos de auditoria. A estrutura é entendida como a sistematização de procedimentos, decisões, sequências lógicas, documentação de suporte, etc., e inclui políticas e ferramentas para o trabalho do auditor. A variável estrutura foi medida para sete das nove grandes firmas de auditoria, em uma escala que varia entre 5 (menos estruturada) e 15 (mais estruturada), com base nas respostas de membros do *Auditing Standard Board*. As demais variáveis foram as mesmas utilizadas por Ashton, Graul e Newton (1989), excluindo-se a que se propunha a identificar companhias auditadas pelas *Big-9*, obviamente, e substituindo a variável *dummy* que identificava companhias com prejuízo pela variação percentual das mudanças nos lucros em relação ao ano anterior.

Os resultados encontrados por Newton e Ashton (1989) demonstraram que estrutura de auditoria e defasagem do relatório de auditoria tendem a estar significativa e positivamente associados, contrariando as expectativas dos autores, que esperavam sinal negativo para a relação. No entanto, o modelo testado, que também inclui outras sete variáveis, explica entre 7,6 (exercício 1979) e 16,5% (exercício 1981) da variação da defasagem, conforme indicam os resultados para o R^2 ajustado.

Abordagem similar foi empregada por Carslaw e Kaplan (1991) para investigar a defasagem dos relatórios auditoria de companhias listadas na bolsa de valores da Nova Zelândia entre 1987 (263 companhias) e 1988 (239 companhias). Acrescentou-se a variável grau de endividamento, medida pela razão entre as dívidas e o passivo total, bem como a variável concentração (estrutura) de propriedade, *dummy* que assume 1 caso 30% ou mais da companhia seja de propriedade de um único investidor, e 0 (zero) caso contrário. A associação positiva entre grau de endividamento e defasagem demonstrou significância estatística apenas para o ano de 1988, levando os autores a relacionar esse achado à situação econômica de crise observada neste ano em contraste com a tranquilidade que marcou 1987, de modo que em períodos de crise espera-se que companhias endividadas tenham mais dificuldades para honrar suas dívidas, gerando, assim, maior pressão e riscos sobre os trabalhos de auditoria.

Para analisar os resultados decorrentes da variável concentração de propriedade, Carslaw e Kaplan (1991) fracionaram a amostra em dois grupos: *owner companies* (companhias com propriedade concentrada) e *manager companies* (companhias de

propriedade não concentrada). Verificou-se que a defasagem do relatório de auditoria de *owner companies*, ao contrário do que ocorre para *manager companies*, não é influenciada pela existência de prejuízos, o que, segundo os autores, pode se dar em função de as demonstrações contábeis de uma *owner company* ser parte das demonstrações de um grupo de empresas (consolidação), havendo, portanto, pressão por parte da controladora por demonstrações tempestivas. O mesmo não ocorreria para *manager companies*, que poderiam ter outros incentivos diante de resultados negativos (prejuízos). Assim, companhias podem optar por atrasar a divulgação de más notícias a partir de comportamentos menos cooperativos em relação aos auditores. Adicionalmente, auditores podem ampliar o escopo dos trabalhos em face dos riscos que envolvem a divulgação de más notícias, ampliando a defasagem.

Apesar do baixo poder explanatório do modelo testado (R^2 ajustado de 0,17 para 1987 e de 0,143 para 1988), os resultados encontrados por Carslaw e Kaplan (1991) para os testes multivariados também confirmaram, para ambos os exercícios testados, a relação inversa entre defasagem e porte. Os autores atribuem esse resultado à existência de melhores controles internos em companhias maiores, bem como ao fato de as firmas de auditoria prestarem serviços melhores e mais ágeis a companhias maiores com o fim de assegurar a satisfação dos clientes que lhes são mais rentáveis.

Com o propósito de fornecer um modelo mais abrangente e com maior poder explanatório, Bamber, Bamber e Schoderbek (1993) investigaram os determinantes da defasagem a partir da premissa de que o *timing* dos relatórios de auditoria é função:

- (i) da quantidade de trabalho de auditoria requerido;
- (ii) do nível de recursos gastos para completar a auditoria; e
- (iii) da medida em que os trabalhos de auditoria são estruturados.

De acordo com o construto analítico proposto por Bamber, Bamber e Schoderbek (1993), uma estrutura de propriedade¹¹ mais concentrada representaria menor exposição aos riscos de litígio, o que demandaria menor tempo de auditoria. Por outro lado, quanto pior a condição financeira, medida pelo modelo de predição de falência de Zmijewski (1984)¹², maiores são os riscos e, assim, maior é a defasagem esperada. Ambas as hipóteses foram confirmadas pelos testes multivariados aplicados. Atendendo as expectativas dos autores, o

¹¹ Medida pela razão entre o número de ações em poder dos acionistas e o número de acionistas.

¹² Índice de condição financeira de Zmijewski (ZFC) = $-4,336 - 4,513(\text{ROA}) + 5,679(\text{FINL}) + 0,004(\text{LIQ})$, onde:
ROA: Razão entre o lucro líquido e o ativo total (rentabilidade do ativo);
FINL: Razão entre o passivo total e o ativo total (endividamento); e
LIQ: Razão entre ativo circulante e passivo circulante (liquidez).

modelo, que contava com variáveis destinadas a capturar as diferenças setoriais e outras variáveis aplicadas em estudos anteriores, alcançou poder explanatório da ordem de 43%.

Além disso, os testes de Bamber, Bamber e Schoderbek (1993), realizados em dados do período entre 1983 e 1985 de uma amostra de 972 companhias auditadas por firmas americanas, também utilizaram como variável dependente a defasagem das divulgações anuais de resultados. Os resultados para esse teste secundário apontaram que companhias de maior porte (medido pelo ativo total) tendem a divulgar seus resultados em menor prazo, enquanto que companhias que reportam prejuízos tendem a ter maior defasagem. As *proxies* utilizadas para medir as diferenças setoriais também se mostraram significativas, demonstrando a importância dos padrões setoriais para o *timing*. Esse modelo superou o poder explanatório do modelo destinado aos testes primários, alcançando R^2 ajustado de 0,49.

Afastando-se da linha de pesquisa que trata dos fatores que influenciam o *timing* dos relatórios de auditoria e das divulgações de resultados, Schwartz e Soo (1996) investigaram, entre outros, as características das companhias que não atenderam, entre 1988 e 1993, às normas da SEC no tocante ao prazo para a divulgação de mudanças dos auditores, bem como o lapso entre o prazo normativo e o efetivo atendimento. A amostra foi composta por 3.078 observações, ou seja, alterações de auditores em ambiente americano. Apesar das nítidas diferenças entre o estudo dos determinantes das defasagens e a pesquisa de Schwartz e Soo (1996), os resultados parecem guardar relação e podem fornecer *insights* valiosos, pois foi constatado que a não observância ao prazo normativo e os maiores lapsos estão associados a companhias de menor porte (ativo total) e em piores condições financeiras (companhias que receberam ressalva relacionada ao risco de continuidade ou declararam falência). Não obstante, companhias que pretendiam emitir valores mobiliários após a troca de auditores tendiam a ser mais rigorosas na observância da norma da SEC.

De volta ao foco principal desta seção, Jaggi e Tsui (1999) examinaram, para 393 observações, a defasagem dos relatórios de auditoria emitidos entre 1991 e 1993 por companhias de Hong Kong. Considerando que as estruturas de propriedade das companhias de Hong Kong tendiam a ser concentradas a ponto de tornar não significativas as *proxies* usadas em estudos anteriores, os autores adaptaram essa variável à realidade local substituindo-a por uma variável *dummy* que assumia 1 para companhias que contavam com controle familiar e 0 (zero) caso contrário. No entanto, os resultados não indicaram relação significativa entre defasagem e controle familiar. As demais variáveis aplicadas ao modelo multivariado foram as mesmas utilizadas por Bamber, Bamber e Schoderbek (1993), sendo que o modelo adotado explica cerca de 14% da variação da defasagem. Os resultados

confirmam a hipótese de que auditores tendem a dedicar mais tempo e trabalhos de auditoria mais extensos a companhias que demonstram más condições financeiras. Não foram confirmadas as expectativas de maior defasagem de companhias com resultados negativos ou com ressalvas em seus relatórios de auditoria.

Com vistas a ampliar o poder explicativo do modelo adotado pela literatura e atendendo às sugestões de estudos anteriores, Knechel e Payne (2001) investigaram os determinantes da defasagem dos relatórios de auditoria, no curso do ano de 1991, de 226 companhias. A partir de dados privados extraídos de uma firma internacional de auditoria, o que foi apontado como uma vantagem em relação aos demais estudos correlatos, concluiu-se que contribuem para a ampliação da defasagem:

- (i) horas extras nos trabalhos de auditoria;
- (ii) atrasos provocados pelos clientes; e
- (iii) fornecimento de consultorias tributárias.

Adicionalmente, Knechel e Payne (2001) constataram que a realização de trabalhos de auditoria antes do fim do exercício e o fornecimento de consultorias de gestão diminuem a defasagem. Abrangendo essas variáveis, o modelo utilizado explica 32% da variação da defasagem no período, segundo o resultado encontrado para o R^2 ajustado,.

O estudo de Knechel e Payne (2001) parece ter encerrado o período de mais de duas décadas que, iniciado por Gilling (1977), marcou a evolução da literatura voltada ao exame dos determinantes do *timing* dos relatórios de auditoria. Os avanços se estendem desde os modelos aplicados, que passaram de modelagens univariadas para modelos econométricos capazes de analisar a associação entre múltiplas variáveis simultaneamente, até a inclusão de variáveis cada vez mais complexas, capazes de capturar influências provenientes das mais diversas fontes.

Assim, considerando que a defasagem dos relatórios de auditoria afeta diretamente a tempestividade das demonstrações contábeis anuais (ASHTON; WILLINGHAN; ELLIOT, 1987; GIVOLY; PALMON, 1982), a análise dos estudos acima mostra-se relevante para a compreensão dos fatores relacionados ao *timing* das demonstrações contábeis, bem como serve de base para o entendimento dos estudos mais recentes revisados na sequência.

1.4.3 Estudos recentes

Superado o período em que a literatura em análise esteve voltada quase exclusivamente à defasagem dos relatórios de auditoria, a retomada das pesquisas dedicadas aos determinantes do *timing* das demonstrações contábeis foi marcada pelo estudo de Owusu-Ansah (2000), que, confirmando empiricamente a forte relação positiva entre as defasagens do relatório de auditoria e da divulgação dos resultados, aplicou modelagem multivariada a dados referentes a companhias listadas na *Zimbabwe Stock Exchange* (bolsa de valores do Zimbábue). As informações relativas à amostra utilizada, tanto para este quanto para os demais estudos citados nesta subseção, compõem o Quadro 1. De modo análogo, os resultados estão dispostos na Tabela 1.

Referência	Amostra	Período
Owusu-Ansah (2000)	47 companhias não financeiras listadas na bolsa de valores do Zimbábue (<i>Zimbabwe Stock Exchange - ZSE</i>).	1994
Sengupta (2004)	11.071 observações de companhias oriundas de diferentes nacionalidades, sendo que o número de companhias não foi identificado. Os dados utilizados na pesquisa foram coletados das bases <i>First Call</i> , <i>COMPUSTAT</i> e <i>CRSP</i> .	1995 - 2000
Lima e Terra (2005)	3.280 observações de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA cujos títulos atenderam ao critério de liquidez em bolsa superior a 0,015, sendo que o número de companhias não foi identificado.	1995 - 2002
Owusu-Ansah e Leventis (2006)	95 companhias não financeiras listadas na <i>Athens Stock Exchange</i> (bolsa de valores da Grécia).	1999
Dogan, Coskun e Çelik (2007)	249 companhias não financeiras listadas na bolsa de valores da Turquia (<i>Istanbul Stock Exchange - ISE</i>).	2005
Amaral et al. (2008)	230 observações de 115 companhias não financeiras listadas na BM&FBOVESPA cujas ações atenderam ao critério de liquidez em bolsa mínimo de 0,001.	2005 - 2006
Wu, Wu e Liu (2008)	2.976 observações de companhias não financeiras listadas na bolsa de valores de Taiwan (<i>Taiwan Stock Exchange - TSE</i>), sendo que o número de companhias não foi identificado.	1998 - 2004
Aubert (2009)	1.131 observações de companhias que compõem o índice SBF 250 da bolsa de Paris (<i>Bourse de Paris</i>), sendo que o número de companhias não foi identificado. Os dados foram coletados das bases <i>Factset/JCF</i> e <i>Routers</i> .	1997 - 2000
Dardor (2009)	33 das 43 companhias industriais da Líbia. Os dados foram coletados dos relatórios anuais das companhias, bem como das respostas a questionários encaminhados às companhias.	2000 - 2001
Son e Crabtree (2011)	15.185 observações de companhias acompanhadas por pelo menos um analista financeiro entre 2000 e 2005, tendo sido excluídas aquelas com dados incompletos nas bases <i>Institutional Brokers' Estimate System (I/B/E/S)</i> e <i>Compustat</i> , bem como os casos de defasagens extremas.	2000 - 2005
Kirch, Lima e Terra (2012)	1.585 observações de 83 companhias cujas ações compuseram o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) em cada trimestre considerado.	1997 - 2009

Quadro 1 – Amostra e período dos estudos revisados nesta subseção (1.4.3).

Fonte: O autor, 2013.

Além de variáveis já consagradas por estudos anteriores, Owusu-Ansah (2000) foi o primeiro a considerar a idade da companhia, medida pelo lapso entre o início das negociações em bolsa e o fim do exercício analisado (1994), como fator relacionado ao *timing*. Para formular essa variável, o autor toma como base a teoria da curva de conhecimento, sugerindo que o tempo requerido para a elaboração das demonstrações contábeis tende a ser menor conforme aumenta a experiência do pessoal envolvido, de modo que é esperada uma associação negativa entre idade e defasagem.

Consolidando a retomada da linha de pesquisa analisada, Sengupta (2004) representou um novo marco para a literatura ao sistematizar os fatores que influenciam o *timing* das demonstrações contábeis em torno de um sólido construto teórico. O autor parte da premissa de que gestores possuem considerável margem discricionária sobre a escolha da data de divulgação dos lucros, de modo que a decisão de antecipar ou retardar estaria baseada na avaliação dos custos e benefícios envolvidos. Desta forma, seriam influentes os fatores ligados à base de investidores, aos custos de litígio, aos custos de propriedade, à complexidade contábil e a outros fatores tidos pelo autor como variáveis de controle. As variáveis e as definições adotadas pelo autor ganharam relevo na literatura e inspiraram estudos posteriores (AMARAL et al., 2008; AUBERT, 2009; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2005; WU; WU; LIU, 2008), inclusive o presente, conforme será visto na próxima seção.

Preocupado em assegurar a relevância da linha de pesquisa a que se dedicou, Sengupta (2004) examinou a relação entre os determinantes do *timing* e os índices de *disclosure* emitidos por analistas financeiros. Os resultados, na interpretação do autor, confirmam o argumento de que a defasagem é um atributo da qualidade da divulgação, porém, os fatores utilizados para explicar a qualidade das informações contábeis não explicam o *timing* destas, o que legitima o estudo dos determinantes da defasagem.

Além dos resultados reportados na Tabela 1, Sengupta (2004) enfatiza o considerável poder explicativo da variável erro na previsão dos analistas, *proxy* para más notícias que, adotando 1 para lucro do último trimestre inferior ao consenso (média das previsões) dos analistas de mercado e 0 (zero) caso contrário, foi capaz de explicar, isoladamente, 3% da variação da defasagem observada no período considerado.

Identificado como primeiro estudo, voltado para o assunto, realizado em ambiente brasileiro, Lima e Terra (2005) procederam a uma análise dos determinantes da defasagem das demonstrações trimestrais, divulgadas entre 1995 e 2002, de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. Ao modelo multivariado com dados em corte transversal (*pooled*),

foram aplicadas variáveis que visavam a captar aspectos ligados às dimensões complexidade, governança corporativa e assimetria informacional. Parcela significativa da variação da defasagem (R^2 ajustado de 45,54%) no período foi explicada pelo modelo proposto.

Os principais resultados reportados por Sengupta (2004), por Lima e Terra (2005) e pelos demais estudos analisados nesta subseção foram sintetizados na Tabela 1.

Tabela 1 – Resultados dos estudos anteriores revisados nesta subseção (1.4.3).

	Owusu-Ansah (2000)	Sengupta (2004)	Lima e Terra (2005)	Owusu-Ansah e Leventis (2006)	Amaral et al. (2008)	Wu, Wu e Liu (2008)	Aubert (2009)	Dardor (2009)	Son e Crabtree (2011)	Kirch, Lima e Terra (2012)
Defasagem média	85,15	39,34	52,14	113,26	71,94	116,49	76,756	155	45,9	44,48
Intercepto	(+)***	(+)***	(+)***	(+)***	(+)**	(+)***	(+)***	(+)***	(+)***	(+)***
VOLUME NEG.	-	(-)***	-	-	-	(-)**	(-)**	-	(-)***	-
ACIONISTAS	-	(-)***	-	-	-	-	-	-	-	-
INVEST. INST.	-	(-)***	(+)	-	(+)	(-)***	-	-	-	(-)
BLOC. CONTR.	-	(+)***	(+)	-	(+)	-	-	-	(-)	-
DEM. CONSOL.	-	(+)***	(-)	-	(+)	-	-	-	-	(+)***
S. REGULADO	-	-	(-)	-	(+)*	-	(-)*	-	-	(+)
N. GOV. CORP	-	-	(-)	-	(-)	-	-	-	-	(+)
DIRET. EXTERN.	-	(-)***	-	-	-	(+)***	-	-	-	-
BIG-4	-	-	-	(-)**	-	-	-	-	(-)***	-
RESSALVA	-	-	-	(+)***	-	-	-	(+)***	(+)***	-
MÁS NOTÍCIAS	-	(+)***	(-)	-	-	-	(-)*	-	(+)***	-
RENTABILID	(-)*	-	-	-	-	-	-	(+)***	-	-
PREJUÍZO	-	(+)***	(+)***	-	(+)**	-	(+)	-	(+)***	(+)***
PORTE	(-)**	(-)***	(-)***	(-)	(-)	(-)*	(-)***	(-)***	(-)***	(+)
ENDIVIDAM.	(+)	-	-	-	-	(+)***	-	-	(+)***	-
NEG. MER. ESTR.	-	-	(-)***	-	-	-	-	-	-	-
R^2 Ajust (<i>Pooled</i>)	16,56%	21%	45,54%	32%	17,3%	26,7%	44,83%	66,9%	23,05%	-

1. Os símbolos (+) e (-) dizem respeito ao sinal do coeficiente encontrado;
 2. *, ** e *** indicam que os resultados são significantes aos níveis de 10, 5 e 1%, respectivamente.
 3. Com exceção de Kirch, Lima e Terra (2012), que empregaram modelo de dados em painel e de regressão de Poisson, os demais estudos utilizaram modelo de regressão multivariada OLS *pooled*.
 4. Foram listadas na Tabela 1 tão somente as variáveis voltadas aos fatores de interesse deste estudo, ainda que definidas a partir de abordagens diversas. Desta forma, as variáveis listadas não esgotam o modelo de cada uma das pesquisas.
 5. As abreviações empregadas para as variáveis dispostas na coluna à esquerda estão especificadas na subseção 2.3.
 6. Apesar de haver semelhança nas formas de mensuração das variáveis aplicadas pelos estudos listados, não há homogeneidade. Considerando que a transcrição destas foge ao escopo da pesquisa, sugere-se ao leitor interessado em tais minúcias que consulte os respectivos estudos, cujas referências são encontradas em seção própria deste estudo.
- Fonte: O autor, 2013.

Silva, Silva e Sancovschi (2006)¹³ aplicaram testes univariados para analisar o prazo médio de publicação das demonstrações contábeis de 209 empresas brasileiras de capital aberto referente aos exercícios entre 2002 e 2004, avaliando o relacionamento desse prazo

¹³ Devido à diferença quanto método empregado (testes univariados) em relação aos demais, o estudo de Silva, Silva e Sancovschi (2006) não compõe o Quadro 1 e a Tabela 1.

com características específicas das companhias. Os resultados confirmaram as expectativas, demonstrando que empresas que apuram lucro e possuem maior porte, tendem a antecipar a publicação de suas demonstrações contábeis em comparação às empresas que apuraram prejuízo e possuem menor porte. Por outro lado, contrariando as expectativas, quanto à evolução dos resultados (crescimento ou redução) e o tipo de controle (privadas e públicas) não foram encontradas evidências estatísticas suficientes para afirmar que existem diferenças nos prazos médios de publicação das demonstrações contábeis.

Também em ambiente brasileiro, Amaral et al. (2008) investigaram relações estatísticas entre defasagem das demonstrações contábeis e alguns atributos das companhias com foco em aspectos ligados à governança corporativa. O modelo empregado mostrou-se capaz de explicar 17% da variação da defasagem observada para a amostra no período entre 2005 e 2006. Entre as variáveis diretamente ligadas à governança corporativa, somente se mostrou estatisticamente significativa aquela denominada excesso de controle, medida pela razão entre o percentual de ações ordinárias em poder dos controladores e o percentual do total de ações (preferenciais e ordinárias) em poder dos controladores. Os autores esperavam encontrar associação negativa entre defasagem e a variável nível de governança corporativa, *dummy* que assume 1 para empresas que aderiram a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e 0 (zero) caso contrário. Entretanto, o resultado encontrado apontou uma relação positiva e insignificante estatisticamente.

Amparados em dados coletados da base Econômica para os trimestres entre 1997/1 e 2009/2 (50 trimestres), Kirch, Lima e Terra (2012) investigaram os determinantes da defasagem das demonstrações trimestrais de 83 companhias que compuseram o IBOVESPA em cada trimestre. Diferente da maior parte dos estudos anteriores, os autores optaram pela modelagem dos dados em painel e, além disso, inovaram ao estimar os parâmetros do modelo adotado a partir do modelo de regressão de Poisson com efeitos aleatórios. Os resultados apontaram associação significativa e negativa entre a defasagem e as variáveis alavancagem de controle e nível de propriedade privada, sendo esta definida como a porcentagem de ações ordinárias em poder de investidores privados e aquela como a razão entre a porcentagem de votos dos cinco maiores acionistas e a porcentagem de capital destes. Por outro lado, as variáveis voltadas a captar os efeitos da consolidação de demonstrações contábeis, dos prejuízos e da volatilidade demonstraram relação positiva e significativa com a defasagem.

Voltando ao ambiente internacional, tem-se que Owusu-Ansah e Leventis (2006) investigaram os efeitos dos fatores específicos das companhias e daqueles relacionados à auditoria sobre a tempestividade das demonstrações contábeis anuais das companhias listadas

na *Athens Stock Exchange* (bolsa de valores de Atenas, Grécia). Os resultados apontaram uma associação positiva e significativa entre a defasagem e a proporção de ações em poder de *insiders* (gestores de alto escalão e diretores), o que, segundo os autores, revela a despreocupação de *insiders* com o preço das ações negociadas, bem como uma baixa proteção aos acionistas minoritários no ambiente corporativo grego. O número de ressalvas no relatório dos auditores também demonstrou ser fator determinante para o aumento da defasagem, o que estaria relacionado ao maior tempo necessários aos trabalhos de auditoria que culminam em ressalvas, bem como ao maior tempo de negociação entre auditores e gestores. Por seu turno, companhias auditadas pelas maiores firmas de auditoria, grupo denominado *Big-5*, apresentaram menor defasagem média em relação às demais. As demais variáveis incluídas no modelo não se mostraram estatisticamente significantes.

Com o objetivo de identificar a relação entre o *timing* das demonstrações contábeis e a performance das companhias listadas na *Istanbul Stock Exchange* (bolsa de valores da Turquia), Dogun, Coskun e Çelik (2007) procederam a uma análise multivariada em que a variável dependente, ao contrário dos demais estudos citados, foi definida como o número de dias entre a data de divulgação das demonstrações contábeis e a data limite¹⁴. Os resultados indicaram que a defasagem diminui na medida em que aumentam o porte, medido pelo ativo total, e a rentabilidade, medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Adicionalmente, foi encontrada relação positiva entre defasagem e volume, sendo este medido pela razão entre o valor anual negociado e o número de ações emitidas. Destaca-se o alto poder explanatório do modelo aplicado, que teve R^2 ajustado da ordem de 0,59.

Seguindo a sequência temporal proposta, Wu, Wu e Liu (2008) investigaram, com abordagem voltada para as características do quadro de diretores, os fatores que influenciam o *timing* das demonstrações contábeis anuais em Taiwan. Os autores apoiaram-se na premissa de que uma nova modalidade de problema de agência seria gerada em decorrência da alta concentração de propriedade em poder de poucos investidores, uma vez que acionistas majoritários (controladores) tenderiam a se unir em torno do objetivo de expropriar minoritários a partir de decisões contrárias aos interesses destes. Por outro lado, a presença de majoritários no dia a dia da gestão das companhias tenderia a ser benéfica no sentido de ampliar o monitoramento exercido sobre os gestores, amenizando os tradicionais problemas de agência. Os autores rejeitaram a hipótese “boas notícias antes, más notícias depois” para as companhias não financeiras listadas na *Taiwan Stock Exchange*. Os principais resultados

¹⁴ Em virtude dessa diferença na definição da variável dependente em relação aos demais estudos citados e do consequente prejuízo à comparabilidade, os resultados de Dogun, Coskun e Çelik (2007) não foram incluídos na Tabela 1.

fornecidos pelos testes multivariados com dados em corte transversal permitiram concluir que a defasagem encontrava-se positivamente relacionada com o nível de endividamento, com a porcentagem de controladores no quadro de diretores e com a idade da companhia. Por outro lado, os achados apontam para uma relação inversa entre a defasagem e as variáveis volume de negociações e porcentagem de ações em poder de acionistas institucionais. O poder explanatório (R^2) do modelo aplicado foi da ordem de 26,7%.

Em análise adicional, Wu, Wu e Liu (2008) segregaram as observações de acordo com o número de integrantes do quadro de diretores e com a estrutura de propriedade, constatando que:

- (i) o poder explanatório do modelo testado aumenta para 37,8% quando consideradas somente companhias com sete ou mais membros no quadro de diretores, diminuindo para 20,9% se consideradas apenas as demais;
- (ii) a porcentagem de diretores independentes demonstrou relação positiva e estatisticamente significativa com a defasagem das companhias com menos de 7 diretores e, para, as demais a relação foi negativa e não significativa; e
- (iii) o tamanho do quadro de diretores esteve positiva e significativamente associado à defasagem apenas quando consideradas as companhias cuja concentração de propriedade, medida pela porcentagem de ações em poder de controladores, é inferior a 20%.

Em estudo voltado para as companhias listadas na *Bourse de Paris* (Bolsa de Paris), Aubert (2009) investigou os motivos pelos quais gestores decidem divulgar suas demonstrações contábeis antes ou depois que outros. O autor acrescentou, ao modelo, variável destinada a medir a relação entre defasagem e gerenciamento de resultados, mas esta não alcançou significância estatística, diferente do verificado para a *dummy* destinada a capturar os efeitos das regulações que obrigam algumas companhias a atenderem diversos padrões contábeis, cujo coeficiente negativo se mostrou significativo ao nível de 10%. Os demais resultados reportados pelo autor indicam que companhias que divulgaram más notícias tiveram menor defasagem em relação às demais, sugerindo que a preocupação com os riscos de litígios é preponderante em ambiente francês. No entanto, de forma um tanto paradoxal, companhias com alto nível de endividamento se mostraram indiferentes aos riscos de litígio, uma vez que apresentaram maiores defasagens. Além disso, foi encontrada associação negativa e significativa entre defasagem e as variáveis:

- (i) volume de negociações;
- (ii) número de analistas que acompanham a companhia;

- (iii) volatilidade (desvio padrão) do retorno das ações da companhia no ano anterior; e
- (iv) porte, medido pela logaritmo da receita bruta.

O modelo proposto por Aubert (2009) foi capaz de explicar 44,83% (R^2) da variação da defasagem no período entre 1997 e 2009.

Dardor (2009) investigou os determinantes da defasagem das demonstrações contábeis de 33 das 43 companhias que mantêm atividades na Líbia. Os resultados dos testes econométricos apontaram que são positiva e significativamente associadas com a defasagem as variáveis:

- (i) rentabilidade, medida pela razão entre o EBIT (lucro antes de juros e tributos) e o ativo total; e
- (ii) opinião dos auditores, *dummy* que assume 1 se há ressalva e 0 (zero) caso contrário.

Por outro lado, são negativa e significativamente relacionados o porte, medido pelo ativo total, e o número de contadores. A variável sistema contábil (informatizado ou manual – dado obtido por questionário) também foi testada, porém não se mostrou significante. Cerca de 66,9% (R^2) da variação da defasagem foi explicada pelo modelo proposto.

Em recente estudo com foco no papel desempenhado pelos analistas de mercado, Son e Crabtree (2011) investigaram, em um primeiro momento, como o acompanhamento dos analistas influencia o *timing* das demonstrações contábeis anuais. Para tanto, os autores elaboraram modelo econométrico voltado a explicar a variação da defasagem com base em variáveis consagradas por estudos anteriores, acrescentando, no entanto, a média do número de previsões de analistas de mercado que compõem os consensos mensais contidos na base I/B/E/S. Os resultados demonstraram que a média do número de previsões de analistas mostrou-se estatisticamente significativa com sinal negativo, sugerindo que companhias com maior acompanhamento de analistas tendem a divulgar antes que as demais. Esse achado corrobora a corrente que defende que os relatórios dos analistas apenas complementam as demonstrações contábeis, ou seja, não as substituem. Desta forma, companhias amplamente acompanhadas tendem a divulgar antes das demais, uma vez que os gestores dessas companhias sofrem pressões para divulgar o quanto antes.

Observa-se, assim, que os resultados de Son e Crabtree (2011) rechaçaram a hipótese que prevê que as previsões dos analistas exercem um papel substitutivo em relação às demonstrações contábeis. Segundo essa corrente, os relatórios dos analistas são boas fontes de informação para os investidores, de modo que tais relatórios competiriam com as divulgações oficiais das companhias e, considerando que os analistas divulgam seus relatórios antes da

divulgação das demonstrações contábeis anuais, então, haveria uma relação substitutiva. Por conseguinte, companhias amplamente acompanhadas tenderiam a sofrer menos pressão para divulgar suas demonstrações contábeis em relação àquelas menos acompanhadas, implicando que companhias acompanhadas por um grande número de analistas tenderiam a atrasar suas demonstrações.

Son e Crabtree (2011), em um segundo momento, investigaram o sentido inverso da relação, ou seja, como a tempestividade influencia o acompanhamento dos analistas no exercício seguinte. Parte-se da premissa de que um amplo acompanhamento por parte dos analistas gera benefícios para as companhias, tais como redução da incerteza, menor assimetria informacional, menor custo de capital e aumento do valor de mercado da firma. Adicionalmente, uma vez confirmado que companhias mais tempestivas tendem a ser mais acompanhadas, então, esperavam os autores que analistas prefeririam companhias mais tempestivas. Consequentemente, gestores possuiriam incentivos para divulgar antecipadamente, de forma que os analistas continuassem a acompanhar suas companhias. Todo esse arcabouço teórico foi confirmado pelos testes empíricos que demonstraram uma associação positiva entre acompanhamento dos analistas e tempestividade.

2 METODOLOGIA

Os procedimentos metodológicos adotados para a consecução deste estudo são apresentados nesta seção, de modo que a classificação da pesquisa quanto à sua natureza é objeto da primeira subseção, sendo seguida pelos critérios de seleção da amostra. Na terceira subseção, são definidas as variáveis aplicadas ao modelo, bem como são apresentadas as fontes consultadas para a coleta dos dados empregados. Por fim, os modelos econométricos (dados em corte transversal e dados em painel) e suas nuances são tratados na quarta e última subseção.

2.1 Tipologia da pesquisa

Seguindo o rito que caracteriza a produção acadêmica, este estudo teve a pesquisa bibliográfica como ponto de partida e, a partir desta, foi identificada a literatura que fornece fundamentos teóricos para as hipóteses testadas. Além do importante papel exercido pela investigação da literatura afim, outros aspectos também são imprescindíveis à classificação desta obra, em especial a abordagem positiva que serviu de base para os testes empíricos propostos.

Nesse sentido, em consonância com o preceituado por Iudícibus e Lopes (2004), esta pesquisa se mostra enquadrada à tradição positiva, visto que se presta a:

- (i) explicar a defasagem das demonstrações contábeis, relativas aos exercícios 2010 e 2011, das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA a partir de variáveis voltadas a capturar influências dos fatores monitoramento, complexidade contábil, especificidades relacionadas aos trabalhos de auditoria, governança corporativa e performance; e
- (ii) predizer o comportamento dessas mesmas companhias, no tocante à tempestividade, segundo o poder explicativo das variáveis testadas.

Essa abordagem, que visa a explicar e predizer o comportamento da defasagem das demonstrações contábeis, estabelecendo uma relação causal entre variáveis formuladas a partir de diferentes dimensões de análise, é classificada como empírico-analítica por Martins (2002, p. 34), que frisa que nesse tipo de estudo “[...] a validação da prova científica é

buscada através de testes dos instrumentos, graus de inferência e sistematização das definições operacionais.”

Terminologia distinta daquela adotada por Martins (2002) é utilizada por Castro (1978, p. 66) e por Gil (1996, p. 46-47), que classificam como explicativas as pesquisas que, nas palavras dos respectivos autores, visam a “estabelecer relacionamentos entre variáveis” e a “identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

2.2 Qualificação da amostra

Para alcançar os objetivos propostos, foram selecionadas sociedades por ações abertas listadas na BM&FBOVESPA que atendessem aos requisitos:

- (i) Possuir valores mobiliários, do tipo ações, negociados na BM&FBOVESPA não apenas durante todo o período analisado, 01/01/2010 a 31/12/2011, como também até 01/06/2012;
- (ii) Ter mantido registro ativo na CVM durante todo o período analisado;
- (iii) Não estar classificada, de acordo com a base de dados Económica, no setor “Finanças e Seguros”, que compreende os seguintes setores NAICS (*North American Industry Classification System*): Bancos; Bancos e Assemelhados; Bolsa de valores e *commodities*; Corretoras de seguros; Instituição de intermediação de crédito (não receptora de depósitos); Outras atividades relacionadas a investimentos financeiros; e Seguradoras;
- (iv) Possuir dados disponibilizados na base Económica para ambos os exercícios em análise, 2010 e 2011;
- (v) Ter apresentado (arquivado na página eletrônica da CVM) demonstrações financeiras anuais completas referentes a ambos os exercícios até 11/07/2012; e
- (vi) Possuir exercício social coincidente com o ano calendário, ou seja, encerrado em 31/12.

Ao fim, aplicados os critérios acima expostos, o grupo de interesse deste estudo ficou limitado a 322 companhias, o que representa 57,6% do total de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. A Tabela 2 detalha os passos para seleção da amostra.

Tabela 2 - Critério empregado para a seleção da amostra.

Companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA entre 01/01/2010 e 01/06/2012:	559
(-) Companhias financeiras (Setor Econômica "Finanças e Seguros"):	(56)
(-) Companhias com dados incompletos na base Econômica para um dos exercícios, 2010 ou 2011, ou para ambos, incluindo as companhias que não mantiveram registro ativo na CVM durante todo o período entre 01.01.2010 e 31.12.2011:	(171)
(-) Companhias que até 11/07/2012 não apresentaram demonstrações referentes ao exercício 2011:	(3)
(-) Companhias cujo encerramento do exercício social não ocorre em 31.12:	(7)
(=) Número final de companhias incluídas no estudo	322

Fonte: O autor, 2013.

Importa destacar que, com o fim de evitar vieses causados pela diferença do número de observações por período, favorecendo a comparabilidade entre os exercícios, optou-se por incluir na amostra apenas companhias cujos dados estivessem disponíveis para ambos os exercícios analisados. Essa opção também se justifica pela formação de um painel de dados balanceado, permitindo algumas vantagens na aplicação do modelo com dados em painel.

2.3 Definição das variáveis e dos resultados esperados

A unidade central de análise deste estudo, ou seja, a defasagem das demonstrações contábeis (DEFASAGEM), foi mensurada como o intervalo em dias entre o encerramento do exercício social e a divulgação das respectivas demonstrações anuais. Para os fins deste estudo, considera-se data de divulgação das demonstrações anuais aquela registrada para cada companhia, na página eletrônica da CVM (www.cvm.gov.br), no campo “data de entrega” da primeira apresentação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs). Assim, datas de eventuais reapresentações não foram consideradas.

De acordo com as referências teóricas examinadas na seção anterior, a variável dependente DEFASAGEM está suscetível a diferentes influências, que doravante serão chamados fatores. São considerados fatores:

- (i) o grau de monitoramento a que estão sujeitas as companhias;
- (ii) o nível de complexidade ao qual são submetidos os departamentos de contabilidade;
- (iii) as características de governança corporativa;
- (iv) os atributos relacionados aos trabalhos de auditoria; e
- (v) a performance no período no tocante aos resultados econômicos.

Deve-se, contudo, considerar que os fatores acima não são diretamente observáveis, ou seja, não há como medi-los de forma direta e objetiva, visto que não existe medida específica para cada qual. Diante disso, para a identificação dos determinantes da defasagem das demonstrações contábeis, faz-se necessário formular variáveis capazes de capturar tais fatores.

Nesse contexto, são sintetizadas, no Quadro 2, as variáveis independentes elaboradas para a medição de cada um dos fatores, incluindo o sinal esperado para a associação com a defasagem, as bases consultadas para a coleta de dados, a forma adotada para a mensuração e as respectivas referências. Adicionalmente, serão discutidas, nas subseções a seguir, as associações esperadas entre as variáveis selecionadas e os fatores, bem como entre estes e o prazo de divulgação das demonstrações contábeis.

2.3.1 Monitoramento

Estima-se que quanto mais intenso o monitoramento exercido, pelas partes relacionadas (investidores, acionistas, credores, reguladores e outros), sobre as companhias, mais tempestivas serão as demonstrações contábeis (GIVOLY; PALMON, 1984; SENGUPTA, 2004; SON; CRABTREE, 2011). Com o fim de abranger diferentes aspectos do fator monitoramento, foram utilizadas as variáveis abaixo, que seguem acompanhadas pelas respectivas relações esperadas:

- (i) Volume negociado (VOLUME NEG.): quanto maior o volume negociado no período, espera-se que maior seja o monitoramento exercido por compradores e vendedores durante o exercício e, em razão disso, mais tempestivas serão as demonstrações contábeis (AUBERT, 2009; SENGUPTA, 2004).
- (ii) Número de acionistas (N. ACIONISTAS): de modo análogo ao descrito para a variável VOLUME NEG., espera-se que um maior número de acionistas acarrete um maior acompanhamento, gerando incentivos para a diminuição da defasagem (SENGUPTA, 2004).

Fator	Variável dependente	Mensuração	Coleta
MONITORAMENTO	VOLUME NEGOCIADO (-)	Número total de ações negociadas no exercício dividido pelo total de ações em circulação no final do exercício (AUBERT, 2009; SENGUPTA, 2004).	Econômica.
	NÚMERO DE ACIONISTAS (-)	Logaritmo do número de acionistas da companhia menos logaritmo da média do número de acionistas das companhias que estão no mesmo decil de ativos (SENGUPTA, 2004).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .
	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS (-)	Porcentagem do total de ações em poder de investidores institucionais (SENGUPTA, 2004).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .
	BLOCOS DE CONTROLE (+)	Porcentagem dos títulos em poder de blocos de propriedade (proprietários com pelo menos 5% de participação na companhia) (SENGUPTA, 2004).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .
COMPLEXI DADE CONTÁBIL	DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 se a companhia realiza consolidação das demonstrações contábeis, 0 (zero) caso contrário (AMARAL et al., 2008; LIMA; TERRA, 2005; SENGUPTA, 2004).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .
	SETOR REGULADO (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 se a empresa pertence a setor regulado, 0 caso contrário (AMARAL et al., 2008; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2005).	Econômica.
GOVERN. CORP.	NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (-)	<i>Dummy</i> que assume 1 se a empresa aderiu a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, 0 (zero) caso contrário (AMARAL et al., 2008; LIMA; TERRA, 2005)..	www.bmfbovespa.com.br
	DIRETORES EXTERNOS (-)	Porcentagem de diretores que não pertencem ao conselho de administração da companhia (SENGUPTA, 2004; WU; WU; LIU, 2008).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .
PARECER DE AUDIT.	BIG-4 (-)	<i>Dummy</i> que assume 1 caso a companhia tenha sido auditada por firma do grupo <i>Big-4</i> no exercício de referência e 0 (zero) caso contrário (SON; CRABTREE, 2011; WU; WU; LIU, 2008).	Demonst. Fin. anuais comp. em www.cvm.gov.br .
	RELATÓRIO COM RESSALVA (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 se o relatório de auditoria contém ressalva ou abstenção, 0 (zero) caso contrário (DARDOR, 2009; SON; CRABTREE, 2011).	Demonst. Fin. anuais comp. em www.cvm.gov.br .
PERFORMANCE	PREJUÍZO (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 se a firma divulgou lucro por ação igual a zero ou negativo, 0 (zero) caso contrário (AMARAL et al., 2008; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; SENGUPTA, 2004; SON; CRABTREE, 2011).	Econômica.
	RENTABILIDADE (-)	Retorno sobre o Ativo (ROA), ou seja, lucro líquido dividido pelo ativo total (OWUSU-ANSAH, 2000; DARDOR, 2009).	Econômica..
	MÁS NOTÍCIAS	<i>Proxies</i> , apresentadas em detalhes na subseção 2.3.5.1, que se destinam a captar a efeito das surpresas causadas pelos resultados contábeis, que podem ser abaixo ou cima do previsto.	Base de dados <i>Bloomberg Professional</i> e Econômica.
VARIÁVEIS DE CONTROLE	PORTE (?)	Logaritmo natural (ln) do ativo total ao final do exercício (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; OWUSU-ANSAH; LEVENTIS, 2006; SON; CRABTREE, 2011).	Econômica.
	ENDIVIDAMENTO (?)	Razão entre passivo exigível e ativo total, medidos ao fim do exercício (SON; CRABTREE, 2011).	Econômica.
	NEGOCIAÇÃO EM MERCADOS ESTRANGEIROS (?)	<i>Dummy</i> que assume 1 se a empresa possui programa de emissão de valores mobiliários em mercados estrangeiros, 0 (zero) caso contrário (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2005).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .

Quadro 2 – Mensuração e coleta das variáveis aplicadas.

Fonte: O autor, 2013.

- (iii) Investidores institucionais¹⁵ (INVEST. INSTITUC.): considerando que tais investidores continuamente demandam informações financeiras, exercendo intenso monitoramento sobre as companhias investidas, então, maiores participações de investidores institucionais no capital são vistas como ampliação do monitoramento, o que tende a gerar redução da defasagem (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2005; SENGUPTA, 2004).
- (iv) Blocos de controle (BLOC. CONTROLE): estima-se que, na medida em que aumenta a concentração do controle acionário da companhia, menor é o monitoramento exercido e menor é a pressão por demonstrações tempestivas, visto que declina o interesse em termos de quebra de assimetria informacional (SENGUPTA, 2004; WU, WU; LIU, 2008; SON; CRABTREE, 2011).

Diante das variáveis enumeradas acima e suas respectivas relações esperadas, mostra-se fundada a expectativa de que o fator monitoramento exerça significativa influência sobre a defasagem das demonstrações contábeis.

2.3.2 Complexidade contábil

A literatura reconhece que o momento de divulgação das demonstrações contábeis também é afetado por questões ligadas à complexidade contábil, de modo que as variáveis referenciadas a seguir se prestam a detectar os diferentes efeitos causados por esse fator.

- (i) Demonstração consolidada (DEM. CONSOL.): elaborar demonstrações contábeis de um grupo de empresas e, em especial, adequar todos os números envolvidos a um critério único certamente constitui elemento do fator complexidade que demanda maior tempo para a elaboração e, conseqüentemente, para a divulgação das demonstrações anuais (AMARAL et al., 2008; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2005; SENGUPTA, 2004).
- (ii) Setor regulado (S. REGULADO): companhias que pertencem a setores da economia sujeitos a regulação da atividade estatal são forçadas, por lei, a

¹⁵ De acordo com o Dicionário de Finanças da Bovespa, disponível em <<http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php>>, investidores institucionais são os profissionais da aplicação de recursos de terceiros. Entidades que merecem atenção especial da autoridade monetária, quando se trata de manter a liquidez dos mercados financeiros. Os principais investidores institucionais são: fundos de pensão e entidades de previdência privada; montepios; fundações de seguridade social; fundos de investimentos; companhias de seguros e capitalização; e companhias de investimentos.

produzirem demonstrações contábeis que atendam às necessidades informacionais das entidades reguladoras. Além disso, também devem atender aos padrões contábeis impostos pela CVM. Sendo assim, por estarem obrigadas a atender a mais de um padrão normativo, a complexidade contábil enfrentada por tais companhias tende a ser elevada, o que pode levar a um maior lapso entre o encerramento do exercício e a divulgação das demonstrações anuais (AMARAL et al., 2008; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; LIMA; TERRA, 2005).

Vistas as variáveis propostas com o fim de capturar os impactos do fator complexidade contábil sobre a defasagem, a subseção seguinte se presta a esclarecer a relação entre esta e determinados aspectos ligados a governança corporativa.

2.3.3 Governança corporativa

Estudos recentes documentaram os benefícios proporcionados pela adoção de boas práticas de governança corporativa aos usuários externos das informações contábeis. Entre esses benefícios estão os maiores níveis de *disclosure* que passaram a caracterizar as demonstrações financeiras (ALENCAR, 2007; LANZANA, 2011). Em face disso, espera-se que companhias comprometidas com a boa governança tenham incentivos para divulgar o quanto antes suas demonstrações contábeis, sinalizando a seus investidores observância aos compromissos assumidos. Com o fim de capturar os efeitos das boas práticas de governança corporativa sobre a defasagem das demonstrações anuais foram elaboradas as seguintes variáveis:

- (i) Nível de governança corporativa (N. GOVERN. CORP.): entende-se que companhias que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA possuem incentivos para sinalizar a investidores, credores, reguladores e demais partes relacionadas a observância dos compromissos por maior transparência e pela efetiva prestação de contas. Antecipar a divulgação das demonstrações contábeis anuais em relação às demais companhias seria um dos potenciais sinais escolhidos pelos gestores (AMARAL et al., 2008; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012;).
- (ii) Diretores externos (DIRET. EXTERNOS): diretores que não compõem o conselho de administração da companhia, chamados independentes, não são remunerados a

partir de planos de incentivos e, portanto, não auferem vantagens com a divulgação seletiva de informações contábeis e tampouco com o atraso destas. Em verdade, o atraso das demonstrações anuais, além de não representar benefício para os diretores independentes, coloca em risco suas reputações diante do mercado. Sendo assim, considerando que o zelo pela independência do quadro de diretores figura entre as boas práticas de governança corporativa, espera-se associação positiva entre o fator governança e a porcentagem de diretores independentes no quadro. Adicionalmente, avalia-se que quanto maior o grau de independência do quadro de diretores, menores defasagens tendem a ser observadas (SENGUPTA, 2004; WU; WU; LIU, 2008).

Em decorrência da dificuldade que envolve a formulação de variáveis capazes de assimilar aspectos ligados ao fator não observável em análise, foram considerados apenas as *proxies* N. GOVERN. CORP. e DIRET. EXTERNOS. Não obstante, levando-se em conta as relações caracterizadas acima, há expectativa de que tais variáveis sejam suficientes para capturar boa parte da variação da defasagem associada ao fator governança corporativa.

2.3.4 Relatório de auditoria

Consoante a literatura analisada na subseção 1.4.2, os atributos relacionados aos trabalhos de auditoria exercem significativa influência sobre o *timing* das demonstrações contábeis. Visando a captar essa influência, o modelo econométrico adotado por este estudo abarca as seguintes variáveis:

- (i) *Big-4 (BIG-4)*: a relação esperada é a de que companhias cuja auditoria fora realizada por uma das quatro grandes firmas de auditoria, grupo conhecido como *Big-4*¹⁶, tenham relatórios de auditoria emitidos em menor prazo, proporcionando menores defasagens das demonstrações contábeis auditadas. Essa expectativa é justificada pelas características que diferenciam as grandes firmas de auditoria das demais, isto é, maior experiência, quadro de pessoal maior e melhor treinado, entre

¹⁶ Após seguidas reestruturações societárias por parte das grandes empresas de auditoria atuantes no Brasil, foram consideradas como componentes do grupo *Big-4*: Deloitte Touche Tohmatsu, Ernest & Young Terco, KPMG e PricewaterhouseCoopers.

outros (ASHTON; GRAUL; NEWTON, 1989; OWUSU-ANSAH; LEVENTIS, 2006; SON; CRABTREE, 2011).

- (ii) Relatório com ressalva (RESSALVA): a presença de ressalva na opinião dos auditores independentes gera atrasos para a emissão do relatório de auditoria e, conseqüentemente, para a divulgação das demonstrações contábeis porque representa riscos tanto para auditores quanto para gestores. Os auditores tendem a levar tempo revisando as bases para a opinião com ressalva em face dos riscos de litígio que cercam a emissão de uma ressalva. Por outro lado, gestores temem as reações do mercado às más notícias que representam as ressalvas e, diante disso, tendem a negociar possíveis acordos com os auditores, o que também demanda tempo. Reações análogas são esperadas para relatórios com abstenção de opinião dos auditores¹⁷ (ASHTON; WILLINGHAN; ELLIOTT, 1987; DARDOR, 2009; WHITTRED, 1980).

Assim como para o fator governança corporativa, foi observada dificuldade para a formulação de um maior número de variáveis que apresentassem vínculos teóricos com o fator não observável relatório de auditoria. No entanto, também neste ponto há expectativa de que as variáveis *BIG-4* e *RESSALVA* se mostrem aptas a capturar boa parte da variação da defasagem associada ao fator.

2.3.5 Performance

Diante dos numerosos estudos¹⁸ que documentaram resultados indicativos da influência que as medidas de performance exercem sobre o *timing* das demonstrações contábeis, mostra-se adequado acrescentar, ao modelo, variáveis direcionadas a medir tal influência. Para tanto, escolheram-se as seguintes:

- (i) Rentabilidade (RENTABILIDADE): quanto maior a capacidade da companhia de gerar retorno a seus acionistas frente ao capital investido, maiores serão os incentivos para divulgações tempestivas. Sendo assim, espera-se que maiores rentabilidades levem a menores defasagens (DARDOR, 2009; OWUSU-ANSAH, 2000).

¹⁷ Para a amostra em estudo, foram observadas apenas quatro abstenções para o exercício 2011 e duas para o exercício 2010.

¹⁸ Alguns desses estudos estão registrados na subseção 1.3.2.

- (ii) Prejuízo (PREJUÍZO): companhias que possuem prejuízos a reportar possuem incentivos para atrasar suas divulgações. Esta seria uma forma de evitar quedas acentuadas nas cotações em bolsa, pois o mercado interpretaria gradualmente o atraso como prenúncio de que resultados negativos seriam divulgados (SENGUPTA, 2004; SON; CRABTREE, 2011).

Conforme apontado na subseção 1.4.3, a literatura atribui especial relevância à divulgação de surpresas¹⁹, negativas ou positivas, para a explicação da defasagem das demonstrações contábeis anuais. No entanto, árdua é a tarefa de mensurar as surpresas contidas nos números contábeis. Sendo assim, em face da importância e das dificuldades atribuídas a essa variável, optou-se por discutir em subseção própria as *proxies* formuladas para a incorporação dos efeitos das surpresas ao modelo proposto.

2.3.5.1 Más notícias

Estudos anteriores demonstraram os impactos da divulgação dos resultados sobre os preços dos títulos negociados em mercado aberto (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968; LIMA, 2010). No entanto, enquanto tais resultados não são divulgados, as expectativas do mercado são guiadas por fatores que incluem desde aspectos emocionais, como o humor dos investidores, até fontes alternativas de informações, o que compreende, entre outros, o seguinte: (i) notícias publicadas pela mídia especializada; (ii) projeções voluntárias divulgadas pelas companhias; e (iii) previsões emitidas por analistas de mercado, que são profissionais exclusivamente dedicados a acompanhar as nuances do dia a dia das companhias.

Considerando que, no Brasil, a mídia especializada não oferece cobertura uniforme às companhias listadas na BM&FBOVESPA e, ainda, que parcela significativa dessas companhias não emite projeções voluntárias para os resultados, então, a solução para capturar as expectativas do mercado seria acompanhar a corrente preponderante da literatura, que elegeu o consenso (média aritmética simples) das previsões dos analistas como a melhor aproximação dessas expectativas (CHAMBERS; PENMAN, 1984; SENGUPTA, 2004; SON;

¹⁹ O termo surpresa (negativa ou positiva) diz respeito à frustração ou à superação das expectativas do mercado no que tange aos resultados anuais. Desta forma, os termos más notícias e boas notícias devem ser entendidos como sinônimos de surpresas negativas e surpresas positivas, respectivamente.

CRABTREE, 2011). Todavia, conforme observado no Quadro 3, cerca de 62% das companhias que compõem a amostra utilizada não são acompanhadas por analistas de mercado, ou seja, não possuem dados referentes às previsões dos analistas disponíveis na base *Bloomberg Professional*.

Em face dessa limitação, optou-se pelo emprego de alguns entre os modelos de expectativa de performance operacional testados por Paula (2012) para a formulação de *proxies* capazes de captar o efeito das surpresas sobre o *timing* das demonstrações contábeis. O Quadro 3 abaixo lista as *proxies* formuladas com base nos estudos de Sungupta (2004) e Paula (2012).

<i>Proxy para surpresa</i>	Mensuração	Dados perdidos
MÁS NOTÍCIAS 1 (MN1)	Diferença entre o lucro líquido anual observado (LL observado) e o lucro líquido esperado (LL esperado) dividida pelo ativo total da companhia ao fim do exercício. $MÁSNOTÍCIAS1 = \left(\frac{LL_{observado} - LL_{esperado}}{ATIVOTOTAL} \right)$ LL esperado: média das últimas previsões dos analistas de mercado que acompanham a companhia emitidas no exercício de referência. Também chamado consenso dos analistas (SENGUPTA, 2004).	2010: 200. 2011: 202.
MÁS NOTÍCIAS 2 (MN2)	Diferença entre o retorno sobre o ativo (ROA) observado e o esperado (ROA observado – ROA esperado). ROA esperado: mediana dos ROAs observados para as companhias pertencentes à amostra que atenderam ao filtro Pré-performance, segundo o qual são incluídas no cálculo da mediana apenas companhias que tenham ROA do ano anterior situado na faixa entre 80 e 120% do ROA do ano anterior da companhia analisada (PAULA, 2012).	2010: 14. 2011: 12.
MÁS NOTÍCIAS 3 (MN3)	Diferença entre o retorno sobre o ativo (ROA) observado e o esperado (ROA observado – ROA esperado). ROA esperado: mediana dos ROAs observados das companhias pertencentes à amostra que atenderam aos filtros Setor Econômica e Pré-performance. Assim, além do requisito de pré-performance descrito para a variável MÁS NOTÍCIAS 2, somente são considerados para o cálculo da mediana os ROAs das companhias pertencentes ao mesmo Setor Econômica da companhia analisada (PAULA, 2012).	2010: 110. 2011: 110.
MÁS NOTÍCIAS 4 (MN4)	Diferença entre o retorno sobre o ativo (ROA) observado e o esperado (ROA observado – ROA esperado). ROA esperado: ROA do ano anterior da própria companhia (PAULA, 2012).	2010: 2. 2011: 0.

Quadro 3 – Mensuração das *proxies* para as surpresas contidas nos resultados.

Fonte: O autor, 2013.

Para a seleção da variável destinada a medir os efeitos das surpresas, foi considerada *benchmark* a *proxy* MÁS NOTÍCIAS 1 (MN1), que utiliza a medida de expectativa consagrada pela literatura, qual seja, o consenso dos analistas. Assim, foram calculadas as correlações entre a *proxy* calculada com base no consenso dos analistas, segundo Sengupta (2004), e aquelas formuladas a partir do estudo de Paula (2012), conforme a matriz de correlações simplificada da Tabela 4.

Tabela 3 – Correlações MÁS NOTÍCIAS

	MÁS NOTÍCIAS 1
MÁS NOTÍCIAS 2	0,145**
Observações	240
MÁS NOTÍCIAS 3	0,346***
Observações	177
MÁS NOTÍCIAS 4	0,565***
Observações	242

1. *** e **: Significantes (Pearson) ao nível de 1 e 5%, respectivamente.

2. Os números de observações registrados levam em conta companhias que possuam dados disponíveis para ambas as proxies correlacionadas.

Fonte: O autor, 2013

Os números da Tabela 4 indicam que a *proxy* MÁS NOTÍCIAS 4 (MN4) está correlacionada positiva e significativamente com a *benchmark*, MN1, apresentando a medida que melhor atende ao critério adotado e sendo, portanto, selecionada. No entanto, seguindo o que fora adotado por estudos anteriores (AUBERT, 2009; SENGUPTA, 2004; SON; CRABTREE, 2011) e com o fim de facilitar comparações, a variável contínua MN4 não será inserida no modelo econométrico proposto, cedendo espaço à variável *Dummy* MN4, que assume 1 em caso de performance inferior ao esperado, 0 (zero) caso contrário. Desta forma, uma vez que essa variável categórica assume 1 em caso de má notícia, espera-se associação positiva com a defasagem, pois, frustradas as expectativas, o lapso para a divulgação tenderia a ser ampliado.

2.3.6 Variáveis de controle

Foram classificadas como variáveis de controle aquelas que se mostram hábeis a capturar efeitos de mais de um dos fatores considerados por este estudo, são elas:

- (i) Porte (PORTE): por um lado, companhias maiores tendem a enfrentar maior complexidade contábil, o que levaria a maiores defasagens; por outro, pode-se assumir que grandes companhias sofrem maior monitoramento, o que acarretaria menores lapsos entre o fim do exercício e a divulgação das respectivas demonstrações contábeis (DARDOR, 2009; OWUSU-ANSAH, 2000).
- (ii) Endividamento (ENDIVIDAM): elevados índices de endividamento certamente implicam maior monitoramento, principalmente por parte dos credores, que com frequência estabelecem cláusulas contratuais (*covenants*) baseadas nesses índices e

nos demais indicadores de saúde financeira das firmas. Isso conduziria a menores defasagens. No entanto, os trabalhos de auditoria tendem a levar mais tempo diante de acentuadas proporções de dívidas, pois estas levam a um maior número de confirmações (circularizações) a serem carreadas e, adicionalmente, a uma maior cautela por parte dos auditores em função do risco à continuidade que o endividamento representa (SON; CRABTREE, 2011; WU, WU; LIU, 2008).

(iii) Negociação em mercados estrangeiros (NEG. MERC. ESTR.): companhias que negociam valores mobiliários em outros mercados estão sujeitas a um monitoramento mais vigoroso, o que tende a gerar menores defasagens. Não obstante, a complexidade contábil suportada por tais companhias tende a ser majorada, visto que estão sujeitas a diferentes regulações e são obrigadas a divulgar suas informações contábeis atendendo a padrões contábeis distintos. Isso pode gerar atraso para a elaboração e, conseqüentemente, para a divulgação das demonstrações anuais.

Os estudos anteriores consultados (Tabela 1), que incluíram essas variáveis ao modelo adotado, encontraram, sem exceção, coeficientes positivos para a variável ENDIVIDAM. e negativos para as variáveis PORTE e NEG. MERC. ESTR. Entretanto, em que pese a tendência observada, deve-se considerar que tais estudos, quase integralmente, investigaram mercados estrangeiros, sendo essa linha de pesquisa ainda incipiente no Brasil. Desta forma, considerando ainda a consistência da plataforma teórica encontrada, optou-se por tratar as variáveis em questão como passíveis de sofrerem influências de mais de um dos fatores considerados.

2.4 Modelagem das regressões

Para alcançar o objetivo específico que orienta este estudo foram utilizadas técnicas de análise multivariada de dados, de modo que para investigar os determinantes da defasagem de cada um dos exercícios, 2010 e 2011, foi aplicado o modelo de regressão linear com dados em corte transversal descrito na Equação 1, em que α_0 representa o termo constante e α_i , sendo $1 \leq i \leq 16$, os parâmetros (coeficientes) a serem estimados com o uso do método dos Mínimos

Quadrados Ordinários (MQO), do inglês *Ordinary Least Squares* (OLS). O termo de erro é representado por ε .

$$\begin{aligned} \text{DEFASAGEM} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{VOLUME NEG.} + \alpha_2 \text{N. ACIONISTAS} + \alpha_3 \text{INVEST. INSTITUC.} + \alpha_4 \text{BLOC} \\ & \text{CONTROLE} + \alpha_5 \text{DEM. CONSOL.} + \alpha_6 \text{S. REGULADO} + \alpha_7 \text{N. GOVERN. CORP.} + \alpha_8 \text{DIRET.} \\ & \text{EXTERNOS} + \alpha_9 \text{BIG-4} + \alpha_{10} \text{RESSALVA} + \alpha_{11} \text{Dummy MN4} + \alpha_{12} \text{RENTABILIDADE} + \alpha_{13} \text{PREJUÍZO} + \\ & \alpha_{14} \text{PORTE} + \alpha_{15} \text{ENDIVIDAM.} + \alpha_{16} \text{NEG. MERC. ESTR.} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

Para diagnosticar os determinantes da defasagem para ambos os exercícios, 2010 e 2011, conjuntamente, foram aplicados dois métodos distintos. Inicialmente, seguindo a maior parte dos estudos anteriores dedicados ao tema, foi aplicado modelo de regressão linear com dados em cortes transversais agrupados (OLS *pooled*). No entanto, para a estimação do modelo OLS *pooled*, optou-se por adicionar, ao modelo da Equação 1, a variável categórica (*Dummy* EXERC) que assume 1 se a observação é referente ao exercício 2011, 0 (zero) caso diga respeito a 2010.

A inclusão da variável *Dummy* EXERC é justificada pela especificidade do período analisado por este estudo, visto que o exercício 2010 ficou marcado pelo início da adoção integral do padrão contábil alinhado às normas internacionais de contabilidade (*International Accounting Financial Standards – IFRS*), de modo que, diante disso, é esperado incremento da influência do fator complexidade contábil no sentido de causar maiores defasagens. Tal influência pode ter sido reduzida para o exercício 2011, em comparação com 2010, tendo em vista o efeito conhecido como curva de aprendizagem.

Em que pese a utilidade da estimação do modelo da Equação 1 pelo método OLS *pooled*, a literatura dedicada à econometria prevê a ocorrência do chamado viés de heterogeneidade, visto que ao aplicar tal método pressupõe-se a inexistência de efeitos não observáveis impactando o *timing* das demonstrações contábeis, o que poderia acarretar coeficientes superestimados (DOUGHERTY, 2007; WOOLDRIDGE, 2002).

Como exemplo de efeito não observável com potencial influência sobre o prazo de divulgação das demonstrações contábeis, além da já mencionada adoção do padrão IFRS, podem ser citados os efeitos da crise financeira desencadeada pela quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, uma vez que 2010 foi marcado por crescimento vigoroso da economia brasileira em resposta ao péssimo desempenho verificado em 2009, enquanto o crescimento observado em 2011 manteve-se próximo à média da primeira década do milênio.

Desta forma, seguindo o que ensina Wooldridge (2001, p. 256), as condições verificadas para o conjunto de dados disponíveis, determinam a adoção da modelagem em painel, a partir da qual é possível investigar tanto efeitos longitudinais quanto transversais, controlando os vieses decorrentes da heterogeneidade.

Baltagi (2005, p. 4) lista as vantagens da modelagem em painel:

- (1) Controle para a heterogeneidade individual. Dados em painel assumem que indivíduos, firmas, estados ou países são heterogêneos. Estudos em séries temporais e corte transversal que não controlam essa heterogeneidade correm o risco de obterem resultados viesados;
- (2) Proporcionam resultados mais informativos, menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência;
- (3) São capazes de identificar e medir efeitos que simplesmente não são detectáveis em modelo puramente em corte transversal ou puramente em séries temporais; e
- (4) Permitem a construção e o teste de modelos comportamentais mais complicados. (tradução nossa).

Greene (2002, p. 284) resume afirmando que a vantagem fundamental dos modelos de dados em painel consiste em permitir maior flexibilidade ao pesquisador para a modelagem das diferenças de comportamento entre os indivíduos. Nesse contexto, a subseção seguinte será dedicada aos procedimentos metodológicos aplicados para a modelagem dos dados em painel.

2.4.1 Painel de dados

O modelo econométrico, com dados em painel, aplicado para diagnosticar os determinantes da defasagem para ambos os exercícios conjuntamente segue na Equação 2.

$$\begin{aligned}
 \text{DEFASAGEM} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ VOLUME NEG.} + \alpha_2 \text{ N. ACIONISTAS} + \alpha_3 \text{ INVEST. INSTITUC.} + \alpha_4 \text{ BLOC} \\
 & \text{CONTROLE} + \alpha_5 \text{ DEM. CONSOL.} + \alpha_6 \text{ S. REGULADO} + \alpha_7 \text{ N. GOVERN. CORP.} + \alpha_8 \text{ DIRET. EXTERNOS} \\
 & + \alpha_9 \text{ BIG-4} + \alpha_{10} \text{ RESSALVA} + \alpha_{11} \text{ Dummy MN4} + \alpha_{12} \text{ RENTABILIDADE} + \alpha_{13} \text{ PREJUÍZO} + \alpha_{14} \text{ PORTE} + \\
 & \alpha_{15} \text{ ENDIVIDAM.} + \alpha_{16} \text{ NEG. MERC. ESTR.} + c_i + \xi_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

Nota-se que a única alteração em relação ao modelo da Equação 1 diz respeito à substituição do termo de erro ε pelos termos c_i e ξ_{it} , sendo que os efeitos não observáveis específicos da companhia i são representados por c_i , enquanto ξ_{it} representa o termo de erro, também chamado erro idiossincrático, variando de acordo com a companhia (i) e com o período analisado (t).

A literatura dedicada à análise econométrica de modelos de dados em painel reconhece dois principais métodos para a estimação da Equação 2: efeitos fixos e efeitos aleatórios (BALTAGI, 2005; DOUGHERTY, 2007; GREENE, 2002; WOOLDRIDGE, 2002).

Segundo Wooldridge (2002, p. 252), o ponto chave para a seleção do método apropriado envolve a existência ou não de correlação entre c_i e as variáveis independentes que compõem o modelo, de modo que a aplicação do método de efeitos fixos permite que as variáveis explicativas sejam arbitrariamente correlacionadas com c_i , enquanto o método de efeitos aleatórios pressupõe que as matrizes formadas por c_i e pelas variáveis dependentes sejam ortogonais, ou seja, tenham correlação igual a 0 (zero). Adicionalmente, destaca-se que o método de estimação utilizado quando se assume efeitos fixos é o de mínimos quadrados ordinários (MQO) e, por outro lado, utiliza-se mínimos quadrados generalizados (MQG) para efeitos aleatórios.

Inicialmente, a Equação 2 foi estimada tanto pelo método de efeitos fixos quanto pelo método de efeitos aleatórios. Dispondo dos resultados, procedeu-se ao teste de especificação de Hausman, que, segundo Greene (2002, p. 301) é o indicado para apreciar a correlação (ortogonalidade das matrizes) entre os efeitos não observáveis específicos (heterogeneidade) de cada indivíduo (c_i) e os regressores (variáveis independentes), apontando o método apropriado a partir do teste das seguintes hipóteses:

H_{0a} : não há correlação entre variáveis independentes e efeitos não observáveis (efeitos aleatórios).

H_{1a} : há correlação entre variáveis independentes e efeitos não observáveis (efeitos fixos).

Uma vez não rejeitada a hipótese nula (H_{0a}), confirmou-se que o método de efeitos aleatórios é o que melhor se ajusta ao conjunto de dados em análise. No entanto, deve-se considerar que a correlação nula, entre as variáveis independentes e os efeitos não observáveis, pode se dar em razão de a variância dos efeitos não observáveis (c_i) ser igual a zero, o que justificaria a utilização do método OLS *pooled*, capaz de fornecer melhores resultados sob tais circunstâncias.

Diante disso, seguindo o que prevê Wooldridge (2002, p. 264), aplicou-se o teste de Breusch-Pagan para a seleção da abordagem mais adequada entre os métodos painel de efeitos aleatórios e OLS *pooled*. Com vistas a verificar se a variância dos efeitos não observáveis (c_i) tem valor significativamente igual a zero, foram testadas as seguintes hipóteses:

H_{0b} : os efeitos não observáveis (c_i) possuem variância igual a zero.

H_{1b} : os efeitos não observáveis (c_i) possuem variância diferente de zero.

A Tabela 4 apresenta os resultados dos testes de especificação de Hausman e de Breusch-Pagan.

Tabela 4 - Testes de especificação do modelo da Equação 2.

	Estatística - Chi ²	p-value
Hausman	16,47	0,2856
Breusch-Pagan	59,56***	0,0000

1. ***: Significante ao nível de 1%.

Fonte: O autor, 2013.

Se aceita a hipótese nula (H_{0b}), o método mais apropriado seria o OLS *pooled*. Entretanto, os testes de especificação confirmaram a abordagem em painel pelo método de efeitos aleatórios como a mais adequada.

2.4.2 A busca por um modelo parcimonioso

Perseguindo a modelagem que permite a melhor aproximação da realidade, foram aplicados os modelos conceituais e os testes de especificação acima descritos. No entanto, nota-se que os modelos propostos nas Equações 1 e 2 apresentam 16 variáveis cada e, acrescentando-se a variável *Dummy* EXERC ao modelo estimado pelo método OLS *pooled*, chega-se a 17. Números elevados se comparados a modelos econométricos consagrados.

Segundo Hair et al. (2005, p. 40):

[...] por várias razões o pesquisador também deve evitar a inserção indiscriminada de variáveis, esperando que a técnica multivariada ‘arrume’ as variáveis relevantes. Primeiro, as variáveis irrelevantes geralmente aumentam a habilidade da técnica de ajustar os dados da amostra, mas ao preço de superajustar os dados e torná-los menos generalizáveis à população. Segundo, as variáveis irrelevantes não chegam a viesar as estimativas das variáveis relevantes, mas podem mascarar os verdadeiros efeitos por causa da multicolinearidade, a qual representa o grau em que qualquer efeito de variável pode ser previsto ou explicado pelas outras variáveis na análise. Quando a multicolinearidade aumenta, a habilidade de definir qualquer efeito de variável diminui.

Apesar de não ter havido a “inserção indiscriminada de variáveis” rechaçada por Hair et al. (2005), algumas variáveis podem se mostrar irrelevantes para o caso brasileiro entre 2010 e 2011, a despeito da base teórica apresentada. Aliado a isso, deve-se considerar que foi incluída mais de uma variável para captar cada um dos fatores descritos na subseção 2.3 (Quadro 2). Em vista disso, a multicolinearidade pode exercer os efeitos previstos por Hair et al. (2005) no sentido de mascarar os reais efeitos de cada variável.

De acordo com o Variance Inflation Factor (VIF), a multicolinearidade não é um problema para os dados considerados. Ainda assim, para prevenir o viés previsto por Hair et al. (2005), optou-se por reestimar os modelos eliminando as variáveis estatisticamente irrelevantes, sendo mantidas aquelas que apresentaram significância mínima de 10%.

3 RESULTADOS

Com vistas a responder à questão norteadora desta pesquisa, atingindo aos objetivos propostos, são reportados nesta seção os resultados obtidos com a aplicação dos testes empíricos descritos anteriormente. Antes, contudo, são respondidas algumas questões preliminares por meio de análise descritiva dos dados referentes à amostra selecionada.

3.1 Questões preliminares: análise descritiva dos dados

Da análise dos objetivos específicos propostos, conclui-se que a maior parte destes são secundários e dispensam a aplicação de testes multivariados, bastando tão somente a apreciação das estatísticas descritivas dos dados coletados. Nesse sentido, o ponto de partida é a Tabela 5, cujos painéis 1 e 2 descrevem os dados segregados por variável e por exercício.

Tabela 5: Estatísticas descritivas, por exercício, das variáveis aplicadas.

Painel 1: variáveis contínuas	2011				2010			
	Mín. / Máx.	Média	Desv. Pad.	Mediana	Mín. / Máx.	Média	Desv. Pad.	Mediana
DEFASAGEM	31 / 179,00	77,683	19,431	82	31 / 250	83,1584	23,47166	87
VOLUME NEG	0 / 11,62	0,509	1,204	0,01	0 / 5,92	0,3179	0,6876	0,0095
N. ACIONIST.	-5,53 / 0,99	-0,630	1,042	-0,37	-4,67 / 0,99	-0,7333	1,15268	-0,4163
INVEST. INST	0 / 1	0,307	0,302	0,23	0 / 1	0,3195	0,31688	0,2288
BLOC CONTR.	0 / 1	0,744	0,248	0,80	0 / 1	0,7311	0,26375	0,7982
DIRET. EXT.	0 / 1	0,740	0,280	0,8	0 / 1	0,7083	0,30476	0,75
RENTABILID.	-25 / 0,81	-0,127	1,510	0,0337	-314,8 / 1,8	-1,2807	18,08508	0,0421
PORTE (mil)	4 / 599x10 ⁶	9650300	41599300	1958200	1 / 520x10 ⁶	8506300	36380200	1605800
ENDIVIDAM.	0,01 / 334	3,87	20,19	1,5968	0,01 / 126	1,831	10,2739	0,602
Painel 2: variáveis categóricas	2011				2010			
	Casos favoráveis (1)		Casos desfavoráveis (0)		Casos favoráveis (1)		Casos desfavoráveis (0)	
	Freq. abs.	Freq. rel.	Freq. abs.	Freq. rel.	Freq. abs.	Freq. rel.	Freq. abs.	Freq. rel.
DEM CONSOL	246	76,40%	76	23,60%	237	73,60%	85	26,40%
S. REGULADO	90	27,95%	232	72,05%	90	27,95%	232	72,05%
N GOV. CORP.	146	45,34%	176	54,66%	146	45,34%	176	54,66%
BIG4	250	77,64%	72	22,36%	222	68,94%	100	31,06%
RESSALVA	27	8,39%	295	91,61%	30	9,32%	292	90,68%
Dummy MN4	211	65,53%	111	34,47%	153	47,52%	69	21,43%
PREJUÍZO	95	29,50%	227	70,50%	74	22,98%	248	77,02%
NEG M ESTR	79	24,53%	243	75,47%	78	24,22%	244	75,78%

1. Mín = Mínimo; Máx. = Máximo; Desv. Pad. = Desvio Padrão; Freq. = Frequência; abs. = absoluta; e rel. = relativa.

Fonte: O autor, 2013.

Logo na primeira linha da Tabela 5 são encontradas informações que permitem importantes conclusões acerca da variável dependente DEFASAGEM. De imediato, comparando-se por exercício, é possível identificar que as companhias que compõem a amostra levaram mais tempo para divulgar suas demonstrações contábeis relativas a 2010, conforme indicam as medidas de tendência central, média e mediana.

Complementando essa análise, procedeu-se à verificação da aderência à normalidade para ambas as distribuições de defasagens, bem como a testes de diferenças de médias para amostras pareadas. Os resultados reportados na Tabela 6 revelam que as distribuições de defasagens das demonstrações contábeis dos exercícios 2010 e 2011 não atendem o pressuposto da normalidade, justificando a opção pelo teste não paramétrico de *Wilcoxon* para amostras pareadas, que revelou serem significativas as diferenças entre as defasagens dos exercícios observados.

Tabela 6: Testes de normalidade e de diferenças de médias (DEFASAGEM).

Painel 1: Testes de normalidade	Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk	
	DEFASAGEM 2010	DEFASAGEM 2011	DEFASAGEM 2010	DEFASAGEM 2011
Estatística	0,245	0,169	0,814	0,906
Significância	0,000	0,000	0,000	0,000
Painel 2: Teste de <i>Wilcoxon</i>	DEFASAGEM 2010 X DEFASAGEM 2011			
Estatística z	-6,000			
Significância	0,000			

Fonte: O autor, 2013.

A descrição dos dados da Tabela 5, em conjunto com os resultados observados para o teste de diferença de médias (Tabela 6), corrobora a expectativa registrada na subseção 2.4, no que diz respeito à tendência de ampliação da defasagem para as divulgações relativas ao exercício 2010, em função deste ter marcado o início da adoção integral do padrão contábil alinhado às normas internacionais de contabilidade.

Contudo, por outro prisma, tem-se que o ano de 2010 marcou a retomada da economia brasileira após o período de recessão observado em 2009, quando foi registrada retração do PIB de 0,65% como reflexo da crise financeira mundial desencadeada com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers. Sendo assim, diante de um crescimento da ordem de 7,5% observado no curso de 2010 e das evidentes boas notícias (resultados econômicos superiores ao esperado) embutidas nesses números, o esperado, segundo a corrente majoritária da literatura analisada na Seção 1.3.2, seria que as companhias antecipassem suas divulgações.

No entanto, os números das Tabelas 5 e 6 sugerem que foi preponderante a influência dos fatores tendentes a ampliar o prazo de divulgação.

Essa ideia relacionada à preponderância dos fatores ligados à adoção ao novo padrão contábil (e as exigências adicionais impostas por este às companhias) é reforçada pela comparação dos números da Tabela 5 com estudos anteriores. Apenas entre estudos nacionais, tem-se que Kirch, Lima e Terra (2012) verificaram defasagem média de 62,91 dias para as demonstrações anuais entre 1997 e 2008, enquanto Lima e Terra (2005) registraram defasagem média de 71,37 dias para 799 observações relativas aos exercícios entre 1995 e 2002. Amaral et al. (2008) encontraram média de 71,94 e mediana de 76 dias para 230 observações, considerados os exercícios 2005 e 2006. Por seu turno, Silva, Silva e Sancovschi (2006), com base em amostra de 209 companhias, encontraram defasagens médias de 76,2, 74,1 e 72,4 dias para os exercícios 2002, 2003 e 2004, respectivamente, e média de 74,2 dias para o período completo (2002 a 2004). Destaca-se que estes resultados referem-se a divulgações de demonstrações contábeis anuais de companhias listadas na BM&FBOVESPA.

Desta forma, há indícios de que a adoção das normas IFRS tenha gerado acréscimo nos prazos de divulgação, sendo que, na falta de estudos acadêmicos sobre o assunto, posteriores ao processo de convergência às normas internacionais, a mídia especializada oferece algumas possíveis causas para esse fenômeno. Em entrevista a Valor Econômico (2012), Ricardo Florence, Presidente do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), salientou os desafios que vêm sendo apresentados aos profissionais de relações com investidores no sentido de integrar o grande volume de informações cuja divulgação passou a ser obrigatória, tornando-as úteis a seus usuários.

Estima-se que essa integração de dados gerenciais às exigências trazidas pelas novas normas, conforme descrito pelo entrevistado de Valor Econômico (2012), seja um potencial fator para a ampliação da defasagem.

Ademais, de acordo com o que afirmou Reginaldo Ferreira Alexandre, presidente da regional São Paulo da Associação dos Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec), em entrevista a Torres e Falcão (2011), outro fator capaz de exercer influências análogas seria a “plasticidade” do modelo baseado em princípios, que permite diversas interpretações quanto às formas adequadas para reportar cada tipo de informação.

Nesse mesmo sentido, as entrevistas realizadas por Torres (2012) corroboram as dificuldades do mercado para a implementação das exigências de *disclosure* das normas IFRS. O entrevistado Marcus Severini, diretor de controladoria da Vale, reconhece a dificuldade encontrada na migração de um padrão contábil baseado na forma para outro em

que prevalece a essência, tendo em vista os aspectos culturais envolvidos. Por seu turno, José Carlos Bezerra, superintendente de normas contábeis e auditoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vem percebendo, entre auditores e empresas, que predomina o medo de incorrer em erros relacionados ao conteúdo das divulgações financeiras. Já Wanderley Olivetti, sócio da empresa de auditoria Deloitte, vai além, estabelecendo novas causas potenciais para a ampliação da defasagem ao sustentar que as empresas devem “customizar” suas demonstrações, “cortando notas sobre práticas contábeis que não se aplicam ao seu segmento de atuação e evitando a prática de copiar e colar”.

Feitas as considerações acima, outra dimensão de análise revela-se primordial para a compreensão dos padrões de tempestividade verificados no período. Trata-se das características de frequência do comportamento da variável dependente DEFASAGEM, que são descritas Tabela 7.

Tabela 7: Distribuição da defasagem, por intervalos de dias e por exercício.

Intervalo (em dias)	2011			2010		
	Frequência Absoluta	Frequência relativa (%)	Porcentagem cumulativa (%)	Frequência Absoluta	Frequência relativa (%)	Porcentagem cumulativa (%)
0 - 30	0	0,00	0	0	0	0
31 - 40	14	4,35	4,35	7	2,17	2,17
41 - 50	26	8,07	12,42	14	4,35	6,52
51 - 60	13	4,04	16,46	29	9,00	15,53
61 - 70	42	13,04	29,50	20	6,21	21,74
71 - 80	54	16,77	46,27	34	10,56	32,30
81 - 89	103	31,99	78,26	149	46,27	78,57
90 (prazo máximo)	34	10,56	88,82	22	6,83	85,40
91 - 100	19	5,90	94,72	17	5,28	90,68
101 - 110	6	1,86	96,58	7	2,17	92,86
111 - 120	6	1,86	98,45	5	1,55	94,41
121 - 130	1	0,31	98,76	5	1,55	95,96
131 - 140	0	0,00	98,76	4	1,24	97,20
141 - 150	1	0,31	99,07	2	0,62	97,83
151 - 180	3	0,93	100,00	5	1,55	99,38
181 - 200	0	0,00	100,00	1	0,31	99,69
> 200	0	0,00	100,00	1	0,31	100
Total	322	100		322	100	

Fonte: O autor, 2013.

Em uma primeira análise, percebe-se que, para a divulgação das demonstrações contábeis anuais referentes ao exercício 2010, 47 companhias (14,6% do total) atrasaram a divulgação de suas demonstrações contábeis em relação ao prazo normativo estabelecido, qual seja, três meses (equivalente a 90 dias em caso de anos não bissextos) após o encerramento exercício de referência. Para as demonstrações relativas a 2011, esse número foi

reduzido para 36 companhias (11,18% do total), o que representa um avanço no quesito observância (*compliance*) às normas vigentes.

Os números acima, referentes a companhias que atrasaram suas divulgações, devem, contudo, ser analisados com cautela, visto que uma análise qualitativa pode ser capaz de revelar que algumas tiveram motivos específicos para tanto. Além disso, investidores e regulador (CVM) podem ter sido avisados com antecedência acerca desses atrasos, bem como dos motivos determinantes. Apesar de relevante, tal análise foge ao escopo deste estudo, demandando, também, considerável esforço para a sua consecução.

Para efeito de comparação, tem-se que Amaral et al. (2008) encontrou resultados indicativos de que 9,1% das 230 observações analisadas para o período entre 2005 e 2006 descumpriram o prazo normativo. Assim, além da ampliação da defasagem média após a adoção das normas IFRS, os dados também sugerem que foi ampliada a proporção de companhias que desrespeitam o limite temporal máximo para a divulgação das demonstrações anuais, o que corrobora os pressupostos construídos com o apoio da mídia especializada.

Complementarmente, em outra dimensão de análise, deve-se considerar que os fatores, observáveis ou não, que determinam o prazo de divulgação das demonstrações anuais podem ter efeitos heterogêneos sobre as diferentes companhias em um mesmo período. Em especial, são esperados impactos distintos sobre a tempestividade dos diferentes setores de atividade da economia, tendo em vista as peculiaridades que marcam cada qual. No entanto, o baixo número de observações para cada setor impede uma análise multivariada setorial, justificando a apreciação da defasagem de acordo com a classificação Setor Econômica por meio das estatísticas descritivas dispostas na Tabela 8.

Tabela 8: Estatísticas descritivas setoriais da DEFASAGEM.

Setor Econômica	n.	2011					2010				
		Mín.	Máx.	Média	Desv. Padr.	Mediana	Mín.	Máx.	Média	Desv. Padr.	Mediana
1. Alimentos e Bebidas	15	65	151	87,13	21,62	83	59	175	94,80	31,01	87
2. Têxtil	26	47	130	85,92	17,29	88,5	55	250	91,04	36,15	89
3. Mineração	8	47	90	81,00	15,58	88,5	55	139	93,63	26,38	88
4. Agro e Pesca	3	75	88	81,67	6,51	82	82	111	91,67	16,74	82
5. Construção	25	45	103	83,36	11,96	86	69	106	87,12	7,89	88
6. Telecomunicações	10	47	116	80,20	21,81	89,5	47	145	86,60	33,92	80
7. Outros	75	40	179	80,09	19,96	83	42	160	84,11	20,56	85
8. Minerais não Metais	4	72	90	85,00	8,68	89	72	82	77,25	4,57	77,5
9. Siderurgia / Metalurgia	23	47	101	78,35	14,81	83	52	118	83,22	15,29	87
10. Energia Elétrica	48	33	152	74,92	20,87	73,5	35	196	86,46	24,04	87
11. Petróleo e Gas	6	40	108	71,17	26,06	72	56	152	90,00	32,50	83,5
12. Veículos e peças	17	58	118	78,71	16,39	80	48	117	80,12	16,75	83
13. Química	10	46	90	70,80	16,24	73	54	124	80,10	19,69	81,5
14. Eletroeletrônicos	6	47	113	71,17	23,05	66	60	90	77,50	12,65	84
15. Transporte Serviços	16	33	90	72,50	19,56	81,5	34	90	71,13	18,74	78,5
16. Comércio	17	39	90	68,06	15,84	69	46	95	68,53	16,42	70
17. Papel e Celulose	5	32	86	65,80	21,63	67	47	88	67,40	18,93	60
18. Máquinas Industriais	5	38	88	60,20	23,39	46	39	91	65,40	22,92	55
19. Software e Dados	3	31	39	34,00	4,36	32	31	40	34,67	4,73	33

1. Os setores estão dispostos em ordem decrescente da defasagem média, sendo esta considerada a média para todo o período observado, 2010 e 2011.

2. A coluna n. dispõe o número de companhias por Setor Econômica.

3. Mín = Mínimo; Máx. = Máximo; e Desv. Padr. = Desvio Padrão.

Fonte: O autor, 2013.

Os números da Tabela 8 indicam que, em ambos os exercícios analisados, o setor Alimentos e Bebidas apresentou a maior defasagem média, sendo seguido em 2010 pelo setor Mineração e pelo Têxtil em 2011. Por outro lado, o setor Software e Dados demonstrou-se líder em tempestividade, sendo seguido pelo setor Máquinas Industriais nos dois exercícios.

Outra importante conclusão consiste na maior defasagem média observada para o exercício 2010 em relação ao exercício 2011, em quase todos os setores, com exceção apenas dos setores Minerais não Metais e Transporte Serviços. Os setores que exibiram melhoras mais expressivas, na comparação entre 2010 e 2011, no quesito tempestividade, foram Petróleo e Gás (18,83 dias), Mineração (12,63 dias) e Energia Elétrica (11,54 dias).

O único estudo nacional localizado que se prestou a tal tipo de análise foi Silva, Silva e Sancovschi (2006), que, com base em uma amostra de 209 companhias listadas, encontrou resultados indicativos de que, na média entre os exercícios 2002 a 2004, os setores Têxtil e Siderurgia e Metalurgia foram os mais tempestivos, com média de 58,3 e 62,1 dias, respectivamente. Por outro lado, os que apresentaram maiores defasagens médias foram Construção (92 dias), Eletroeletrônicos (85,1 dias) e Agro e Pesca (84,3 dias).

Desta forma, comparando-se as defasagens médias setoriais dos períodos, 2002/2004 e 2010/2011, verificam-se consideráveis mudanças nos padrões de tempestividade adotados pelos setores da economia brasileira.

Finalizando esta análise preliminar, foram elaboradas matrizes de correlações, conforme Tabela 9. Os resultados demonstraram que o problema da colinearidade não afeta o conjunto de dados, exceto quanto utilizada a variável contínua MÁS NOTÍCIAS 4 (MN4), em vez da variável *Dummy* MN4, o que corrobora a opção pela variável categórica formulada.

Tabela 9: Matrizes de correlações para as variáveis contínuas.

Painel 1	VOL	ACION	I. INST	BLOC C.	DIR. EXT	MN4	RENT	PORTE	ENDIV
VOL	1								
ACION	0,170***	1							
I. INST	-0,089**	-0,077*	1						
BLOC C.	-0,434***	-0,184***	0,197***	1					
DIR. EXT	0,125***	-0,003	0,069*	-0,049	1				
MN4	-0,017	-0,049	0,086**	0,040	-0,099**	1			
RENT	0,025	0,074*	-0,121***	-0,055	0,111***	-0,965***	1		
PORTE	0,208***	0,109***	-0,165***	-0,135***	0,267***	-0,155***	0,242***	1	
ENDIV	-0,029	-0,090**	0,132***	0,078**	-0,067*	0,005	-0,084**	-0,203***	1
Painel 2	VOL	ACION	I. INST	BLOC C.	DIR. EXT	MN4	RENT	PORTE	ENDIV
VOL	1								
ACION	0,166***	1							
I. INST	-0,125*	-0,047	1						
BLOC C.	-0,428***	-0,109*	0,228***	1					
DIR. EXT	0,122**	0,022	0,058	-0,042	1				
MN4	-0,026	-0,062	0,118**	0,055	-0,131**	1			
RENT	0,034	0,088	-0,153***	-0,071	0,142**	-0,968***	1		
PORTE	0,207***	0,116**	-0,185***	-0,109*	0,241**	-0,211***	0,302***	1	
ENDIV	-0,027	-0,025	0,138**	0,074	-0,123**	0,015	-0,193**	-0,411***	1
Painel 3	VOL	ACION	I. INST	BLOC C.	DIR. EXT	MN4	RENT	PORTE	ENDIV
VOL	1								
ACION	0,180***	1							
I. INST	-0,072**	-0,110**	1						
BLOC C.	-0,477***	-0,275***	0,163***	1					
DIR. EXT	0,129**	-0,037	0,083	-0,061	1				
MN4	-0,028	-0,081	-0,050	0,065	-0,058	1			
RENT	0,048	0,128**	-0,177***	-0,083	0,083	0,021	1		
PORTE	0,220***	0,100*	-0,141*	-0,165***	0,295***	-0,242***	0,430***	1	
ENDIV	-0,038	-0,141**	0,143**	0,085	-0,049	0,035	0,009	-0,115**	1

1. Painel 1: matriz de correlações dos dados referentes aos exercícios 2010 e 2011, totalizando 640 observações.

2. Painel 2: matriz de correlações dos dados referentes ao exercício 2010, totalizando 320 observações.

3. Painel 3: matriz de correlações dos dados referentes ao exercício 2011, totalizando 320 observações.

4. Abreviações: VOL = Volume negociado; ACION = N° de acionistas; I INST = Investidores institucionais; BLOC C. = Blocos de controle; DIR. EXT = Diretores externos; RENT = Rentabilidade; ENDIV = Endividamento.

Fonte: O autor, 2013.

Superada a análise descritiva dos dados, a próxima seção será dedicada à investigação dos fatores que exercem influência sobre o prazo de divulgação das demonstrações contábeis.

3.2 Determinantes do prazo de divulgação das demonstrações contábeis

Com o intuito de responder à questão de pesquisa proposta, serão apresentados nesta subseção os resultados obtidos a partir da modelagem para os testes empíricos discutida na subseção 2.4. Nesse sentido, os resultados da estimação dos modelos destinados aos determinantes da defasagem para ambos os exercícios conjuntamente, ou seja, com uso dos métodos OLS *pooled* e painel de efeitos aleatórios, são apresentados na Tabela 10.

Tabela 10 - Resultados da estimação dos modelos *pooled* (Equação 1 + *Dummy* EXERC) e em painel (Equação 2).

Variável	Sinal previsto	OLS <i>pooled</i>		Painel de efeitos aleatórios	
		Coefficiente	Erro padrão robusto	Coefficiente	Erro padrão robusto
INTERCEPTO		89,25***	6,58	89,10***	7,00
VOLUME NEG.	(-)	-0,77	0,83	-0,65	0,82
ACIONISTAS	(-)	-2,86***	0,92	-2,56***	0,94
INVEST. INSTITUC.	(-)	-1,76	2,73	0,05	3,09
BLOC. CONTROLE	(+)	-3,25	3,70	-2,81	3,90
DEMONST. CONSOL.	(+)	6,39***	2,34	5,17**	2,55
S. REGULADO	(+)	1,40	2,07	1,13	2,51
N. GOVERN. CORP.	(-)	-7,58***	1,84	-7,57***	2,19
DIRET. EXTERNOS	(-)	-6,03**	2,86	-6,56**	3,11
BIG-4	(-)	-4,88**	2,12	-5,17***	1,97
RESSALVA	(+)	9,13**	3,63	10,10***	3,74
<i>Dummy</i> MN4	(+)	-2,04	1,67	-2,35	1,50
RENTABILIDADE	(-)	0,02	0,02	0,01	0,01
PREJUÍZO	(+)	10,46***	2,07	7,63***	2,08
PORTE	(?)	-0,04	0,46	-0,08	0,50
ENDIVIDAMENTO	(?)	-0,02	0,01	-0,04*	0,02
NEG. MERC. ESTR.	(?)	-2,79	1,82	-2,60	2,31
<i>Dummy</i> EXERC	(-)	-4,82***	1,57	-	-
R ² ajustado			22,2%		-
R ² <i>between</i>			-		29,16%
Estatística-F			10,23***		-
Estatística-Chi			-		180,83***
N. de observações			640		640

1. ***, ** e *: Significante aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

Fonte: O autor, 2013.

Constata-se, de imediato, que os modelos propostos apresentam resultados similares, havendo, conforme esperado, algumas diferenças, que podem ser atribuídas ao fato de que,

pelo método OLS *pooled*, pressupõe-se a inexistência de efeitos não observáveis agindo sobre o prazo de divulgação, bem como são desconsideradas as diferenças entre os indivíduos. De acordo com o discutido na subseção 2.4, tais pressupostos podem causar o chamado viés de heterogeneidade. No entanto, nota-se que tal viés não é bastante para causar grandes alterações na interpretação dos resultados, o que permite que os números obtidos para o painel de efeitos aleatórios sejam comparados a estudos que adotaram o método OLS *pooled*.

Ressalta-se, contudo que, apesar da proximidade dos resultados, estima-se que os produtos das estimações do painel de efeitos aleatórios ofereçam melhores aproximações da realidade que se deseja investigar e, portanto, estes servirão como base para as análises desta seção.

Adicionalmente, seguindo o proposto na subseção 2.4.2, os modelos foram reestimados, expurgando-se as variáveis não significantes estatisticamente por ambas modelagens ao nível mínimo de 10%. A Tabela 11 dispõe os resultados dessa reestimação.

Tabela 11 - Resultados da **reestimação** dos modelos *pooled* (Equação 1 + *Dummy* EXERC) e em painel (Equação 2).

Variável	Sinal previsto	OLS <i>pooled</i>		Painel de efeitos aleatórios	
		Coefficiente	Erro padrão robusto	Coefficiente	Erro padrão robusto
INTERCEPTO		85,59***	2,67	85,50***	2,87
N. ACIONISTAS	(-)	-2,93***	0,91	-2,70***	0,93
DEMONST CONSOL	(+)	5,88***	2,03	4,63**	2,25
N. GOVERN CORP.	(-)	-8,44***	1,72	-8,34***	2,06
DIRET. EXTERNOS	(-)	-6,80**	2,76	-7,32**	3,03
<i>BIG-4</i>	(-)	-4,86**	2,13	-5,36***	2,00
RESSALVA	(+)	9,72***	3,63	10,38***	3,74
PREJUÍZO	(+)	9,79***	1,91	6,87***	1,83
ENDIVIDAMENTO	(?)	-0,03*	0,01	-0,04**	0,02
<i>Dummy</i> EXERC	(-)	-5,29***	1,55	-	-
R ² ajustado			22,4%		-
R ² <i>between</i>			-		27,99%
Estatística-F			16,21***		-
Estatística-Chi			-		106,22***
N. de observações			640		640

1. ***, ** e *: Significante aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

2. Os testes de especificação, Hausman e Breusch-Pagan, revelaram que o método de efeitos aleatórios também é o mais adequado para a reestimação do modelo em painel.

Fonte: O autor, 2013.

Observa-se que, em geral, foram modestas as variações causadas pela reestimação, tanto nos coeficientes quanto na significância estatística das variáveis, sendo a mais sensível verificada para a variável ENDIV, que passou a ter significância estatística ao nível de 10% para o modelo OLS *pooled*. Esses números sugerem que, apesar de incluir considerável quantidade de variáveis, o modelo da Equação 2 se mostra parcimonioso.

O mesmo ocorre para o modelo da Equação 1, conforme indica a comparação dos painéis 1 e 2 da Tabela 12, que apresentam, respectivamente, os resultados da estimação e da reestimação de tal equação, pelo método de mínimos quadrados ordinários (MQO), para cada um dos exercícios estudados. A única variável cujas estimações sofreram alterações sensíveis foi *BIG-4*, que, uma vez realizada a reestimação, deixou de ser estatisticamente significativa para os números de 2010 e, por outro lado, passou a ter significância estatística para os números de 2011.

Tabela 12 - Resultados da estimação e da reestimação do modelo de dados em corte transversal (Equação 1).

Painel 1: estimação do modelo da Eq.1.		2011		2010	
Variável	Sinal previsto	Coefficiente	Erro padrão robusto	Coefficiente	Erro padrão robusto
INTERCEPTO		91,63***	9,15	84,79***	10,66
VOLUME NEG.	(-)	-0,98	0,94	-1,08	1,84
N. ACIONISTAS	(-)	-3,77***	1,38	-2,13*	1,26
INVEST. INSTITUC.	(-)	-3,74	3,53	-0,74	4,29
BLOC. CONTROLE	(+)	-8,09	5,94	0,27	5,08
DEMONST. CONSOL.	(+)	4,58	3,04	8,97**	3,70
S. REGULADO	(+)	-1,33	2,83	4,40	3,10
N. GOVERN. CORP.	(-)	-7,39***	2,51	-7,86***	2,92
DIRET. EXTERNOS	(-)	-4,74	3,83	-7,24*	4,13
<i>BIG-4</i>	(-)	-2,45	2,88	-6,72**	3,36
RESSALVA	(+)	8,86**	3,55	9,44	6,46
<i>Dummy</i> MN4	(+)	-0,79	2,23	-3,20	2,57
RENTABILIDADE	(-)	0,15	0,37	0,02	0,03
PREJUÍZO	(+)	9,26***	2,29	12,42***	3,75
PORTE	(?)	-0,40	0,67	0,12	0,76
ENDIVIDAMENTO	(?)	-0,02	0,02	-0,05	0,06
NEG. MERC. ESTR.	(?)	-0,93	2,59	-4,30	2,70
R ² ajustado			20,0%		20,5%
Estatística-F			8,02***		7,60***
N. de observações			320		320
Painel 2: reestimação do modelo da Eq.1.		2011		2010	
Variável	Sinal previsto	Coefficiente	Erro padrão robusto	Coefficiente	Erro padrão robusto
INTERCEPTO		79,12***	3,32	86,18***	3,96
N. ACIONISTAS	(-)	-3,51***	1,31	-2,27*	1,22
DEMONST. CONSOL.	(+)	4,60*	2,68	7,73**	3,12
N. GOVERN. CORP.	(-)	-7,13***	2,23	-9,70***	2,68
DIRET. EXTERNOS	(-)	-5,61	3,71	-7,99**	3,94
<i>BIG-4</i>	(-)	-4,18*	2,51	-5,44	3,48
RESSALVA	(+)	10,04***	3,46	9,48	6,45
PREJUÍZO	(+)	8,80***	2,18	11,18***	3,37
R ² ajustado			20,5%		21,1%
Estatística-F			15,97***		9,86***
N. de observações			320		320

1. ***, ** e *: Significante aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

Fonte: O autor, 2013.

O resultado para o R^2 ajustado contido na Tabela 10 indica que o modelo estimado pelo método OLS *pooled* explica, para o período entre 2010 e 2011, cerca de 22,2% da defasagem das demonstrações contábeis das companhias que compõem a amostra. A reestimação desse modelo, de acordo com a Tabela 11, tem pequeno acréscimo no poder explicativo, chegando a 22,4%. Os números do R^2 ajustado para o modelo da Equação 1, estimado para cada um dos exercícios, estão dispostos na Tabela 12, sendo estes bem próximos àqueles verificados para os dados agrupados (OLS *pooled*).

Em uma primeira análise, esses resultados poderiam significar um baixo poder explicativo do modelo. No entanto, conforme observado na Tabela 1, a literatura revisada vem registrando, em geral, modelos que atingem valores semelhantes para o R^2 ajustado (AMARAL et al., 2008; SENGUPTA, 2004; SON; CRABTREE, 2011).

Givoly e Palmon (1982) associam esses baixos valores para o R^2 ajustado à suposta existência de uma ordem intrassetorial para o momento das divulgações. Além da ordem intrassetorial sugerida pelos autores, pode haver uma interação de fatores não observáveis para a determinação do timing, tais como aspectos culturais associados aos hábitos tanto de gestores de divulgar em determinada data, quanto das partes interessadas de terem acesso às demonstrações nessa mesma data.

Quanto aos resultados do R^2 *between*, apesar de reportados, a única base de comparação é o estudo de Kirch, Lima e Terra (2012), visto que este foi o único estudo localizado que empregou modelagem em painel para o mesmo tipo de investigação. Esses autores encontraram R^2 *between* da ordem de 35,31% para dados trimestrais entre 1997 e 2009, resultados próximos ao verificado para a estimação e para a reestimação do modelo da Equação 2, que foram respectivamente de 29,16 e 27,99%, de acordo com as tabelas 10 e 11.

As demais análises dos resultados dispostos nas tabelas acima constam das subseções a seguir, segregando-as por fator de influência sobre o prazo de divulgação das demonstrações contábeis anuais.

3.2.1 Monitoramento

A variável NÚMERO DE ACIONISTAS foi a única *proxy* para o fator monitoramento que demonstrou significância estatística, verificando-se nível de 1% tanto para o painel de dados quanto para o corte transversal do exercício 2011. Aliado a isso, o coeficiente apurado

foi negativo, sugerindo que companhias com maior número de acionistas, em relação às aquelas que se enquadram na mesma faixa de porte (decil de ativos), tendem a divulgar mais rapidamente suas demonstrações contábeis.

Verificou-se, contudo, que, para o exercício 2010, o coeficiente registrado para a variável NÚMERO DE ACIONISTAS teve menor amplitude, sendo que sua significância estatística ficou ao nível de 10%. Analisando-se as demais variáveis, verificam-se indícios de que, para o exercício 2010, os fatores ligados a aspectos como complexidade contábil e governança corporativa foram mais influentes para o prazo de divulgação, de modo que gestores podem ter ficado alheios às questões ligadas ao monitoramento, em especial, à pressão exercida pelos acionistas. Esse fato pode ser decorrente dos bons resultados verificados pela economia no ano de 2010, pois, a expectativa de recuperação em relação ao ano anterior pode ter determinado a redução do monitoramento exercido pelos acionistas, diminuindo, conseqüentemente, seu impacto sobre os prazos de divulgação.

Registra-se que os resultados para a variável NÚMERO DE ACIONISTAS estão alinhados com os de Sengupta (2004), que encontrou coeficientes negativos e significantes ao nível de 1%. Não foram localizados outros estudos, tampouco nacionais, que tivessem aplicado *proxy* similar.

3.2.2 Complexidade Contábil

As estimações da variável DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA corroboram a hipótese desenvolvida em torno dos impactos da adoção inicial do padrão IFRS, em especial para as demonstrações relativas a 2010. Conforme verificado na Tabela 12, essa variável alcançou nível de significância de 5% para os números de 2010 e não foi significativa para 2011, o que fortalece percepção dos efeitos da chamada curva de aprendizagem nas companhias estudadas.

A magnitude do coeficiente positivo verificado para 2010 (7,73 na reestimação do modelo da Equação 1) reforça a ideia de que companhias sujeitas à consolidação de demonstrações ficaram mais expostas ao fator complexidade contábil, visto que as dificuldades tendem a ser potencializadas pelo fato de companhias controladas tenderem a atrasar a produção de suas demonstrações em virtude da adoção do novo padrão contábil. Ademais, é possível levar em conta que, em geral, controladas de menor porte e com menor

quadro de pessoal na área de contabilidade provavelmente possuem menor *know-how* se comparadas às demais, o que leva a um aumento das dificuldades associadas às exigências decorrentes da convergência ao padrão IFRS.

Empregando-se outra dimensão de análise, os resultados sugerem que, mantidas constantes todas as demais condições, o fato de uma companhia da amostra estar sujeita à consolidação de balanços significa um incremento médio de 7,73 dias em seu prazo de divulgação das demonstrações de 2010. Se levados em conta ambos os exercícios, esse número cai para 4,63, consoante os números da Tabela 11.

Esses resultados estão de acordo com o que Kirch, Lima e Terra (2012) encontraram ao aplicar, em ambiente nacional, o método de painel de efeitos aleatórios para divulgações trimestrais entre 1997/1 e 2009/2. Por outro lado, Lima e Terra (2005) e Amaram et al. (2008) não encontraram significância estatística para a relação entre defasagem e consolidação de balanços.

Em ambiente internacional, Sengupta (2004) encontrou coeficiente positivo e estatisticamente significativo para a associação entre defasagem e uma variável categórica formulada para assumir 1 se a companhia reporta mais de um segmento de negócios e 0 (zero) caso contrário.

3.2.3 Governança Corporativa

Os coeficientes estimados para a variável NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA foram negativos e apresentaram significância estatística ao nível de 1%, tanto para o painel de dados quanto para os exercícios 2010 e 2011 individualmente. Desta forma, os resultados sugerem que, mantidas as demais condições constantes, o fato de uma companhia ter aderido a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA significa um decréscimo de 8,34 dias no prazo de divulgação, sendo que esse número chega a 9,70 se a análise se restringir a 2010 e diminui para 7,13 restringindo-se a 2011, conforme apontam as tabelas 11 e 12.

Os resultados verificados para a variável N. GOVERN. CORP. revelaram-se, de certa forma, inesperados, visto que os estudos nacionais localizados (Kirch, Lima e Terra (2012), Lima e Terra (2005) e Amaram et al. (2008)) encontraram coeficientes positivos sem significância estatística. Diante disso, pode ter havido um aperfeiçoamento das práticas

relativas à tempestividade adotadas pelas companhias que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa, isto é, os números sugerem uma mudança em direção à consolidação da visão de que divulgações tempestivas constituem uma boa prática de governança corporativa.

A variável DIRETORES EXTERNOS apresentou significância estatística ao nível de 5% para o período completo (painel de efeitos aleatórios) e de 10% para 2010 (corte transversal). O sinal negativo apurado para os coeficientes estimados confirmou as expectativas, relatadas na subseção 2.3.3, no sentido de que uma maior proporção de diretores independentes (não pertencentes ao conselho de administração) na composição da diretoria (*board*) gera incentivos para divulgações mais tempestivas.

Não foram localizados estudos nacionais que tenham utilizado *proxy* similar para o estudo dos determinantes da defasagem, o que pode ser decorrente da dificuldade de coleta de dados dessa natureza. Em ambiente internacional, Sengupta (2004) encontrou resultados similares, ou seja, coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Por outro lado, Wu, Wu e Liu (2008), em estudo voltado para a bolsa de valores de Taiwan, encontraram coeficiente estatisticamente significativo, mas de sinal contrário ao que esperavam, isto é, positivo.

Ao fim da análise do fator governança corporativa, é possível observar que ambas as *proxies* formuladas para captar os seus impactos demonstraram ser influentes, o que reforça a importância desse fator para a determinação do prazo das demonstrações contábeis. Além disso, esses resultados podem conduzir à visão de que o *timing* das demonstrações contábeis está de fato sujeito à discricionariedade dos gestores, conforme assentado pela literatura revisada, e não apenas a questões ligadas à complexidade da produção das demonstrações (CHAMBERS; PENMAN, 1984; GIVOLY; PALMON, 1982; SENGUPTA, 2004).

3.2.4 Relatório de auditoria

Os números da tabela 11 apontam que é negativa e estatisticamente significativa, ao nível de 1%, a associação entre a variável dependente DEFASAGEM e a variável categórica *BIG-4*. Tais números podem ser interpretados no sentido de que, mantidas constantes todas as demais condições, uma companhia auditada por uma das empresas que compõem o grupo conhecido como *Big-4* apresenta prazo de divulgação, em média, 5,36 dias inferior.

Esse resultado está alinhado ao que Owusu-Ansah e Leventis (2006) e Son e Crabtree (2011) verificaram, confirmando da expectativa teórica de que as grandes firmas de auditoria, por possuírem maior experiência e contarem com quadro de pessoal maior e mais bem treinado, tendem a emitir relatórios de auditoria em menor prazo, favorecendo a tempestividade de suas clientes. Também não foram localizados estudos nacionais que tenham utilizado variável similar, o que pode ser decorrente da dificuldade de coleta desse tipo de informação em ambiente brasileiro, que deve ser manual, a partir da análise de cada relatório de auditoria.

Em que pese a robustez dos resultados observados no modelo em painel de efeitos aleatórios, cabe salientar que a estimação em corte transversal para cada exercício resultou em significância estatística apenas para o exercício 2011, ao nível de 10%.

Ainda no que diz respeito ao fator relatório de auditoria, os resultados das estimações para a variável RELATÓRIO COM RESSALVA revelaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes para o modelo em painel de efeitos aleatórios, que compreende ambos os exercícios, e também para o corte transversal de 2011, de modo que, mantidas constantes todas as demais condições, uma companhia cujo relatório de auditoria contém ressalva, possui ampliação média do prazo de divulgação da ordem de 10,38 dias. Se considerado apenas o exercício 2011 isoladamente, esse número é da ordem de 10,04 dias.

Esses resultados corroboram a ideia de que a publicação de demonstrações contendo opinião pela ressalva pode representar, do ponto de vista dos gestores, a divulgação de más notícias, justificando o atraso. Em outro aspecto, a ampliação da defasagem para demonstrações ressaltadas pode refletir o tempo demandado para as negociações entre gestores e auditores acerca do conteúdo das ressalvas.

Destaca-se que os estudos de Owusu-Ansah e Leventis (2006), Dardor (2009) e Son e Crabtree (2011) também encontraram coeficientes positivos e estatisticamente significantes ao nível de 1%, reforçando as hipóteses teóricas levantadas acima. Uma vez mais, não foram localizados estudos nacionais que tenham utilizado *proxy* semelhante.

Repetindo o ocorrido para a variável *BIG-4*, não foi verificada significância estatística para a variável RELATÓRIO COM RESSALVA nas estimações para o corte transversal relativas ao exercício 2010. Verifica-se, assim, que o fator relatório de auditoria não exerceu a mesma influência sobre o prazo das demonstrações relativas a 2010. Desta forma, os resultados indicam que, conforme esperado, para o primeiro ano de adoção integral do IFRS, enquanto aspectos ligados ao relatório de auditoria foram menos relevantes na determinação

da defasagem, aqueles relacionados à complexidade contábil exerceram papel de destacada importância.

3.2.5 Performance

Para o fator performance, a única variável que apresentou associação estatisticamente significativa foi PREJUÍZO, que alcançou nível de 1% para todas as estimações realizadas, permitindo inferir que, mantidas constantes todas as demais condições, uma companhia que registra prejuízo apresenta, em média, prazo de divulgação 6,87 dias superior às demais. Considerando-se as estimações da equação em corte transversal para cada um dos exercícios, esse número é ampliado para 11,18 dias em 2010 e para 8,80 dias em 2011.

A maior amplitude verificada para o coeficiente referente a 2010 pode ser interpretada à luz dos movimentos da economia, visto que a apuração de um resultado econômico negativo em um ano de franco crescimento econômico, como foi o caso de 2010, tende a agravar o impacto negativo da divulgação de prejuízos, levando gestores a atrasar ainda mais suas demonstrações contábeis.

Os estudos nacionais Kirch, Lima e Terra (2012), Lima e Terra (2005) e Amaral et al. (2008) também encontraram coeficientes positivos e estatisticamente significantes para a mesma *proxy*. Em ambiente internacional, resultados semelhantes foram registrados por Sengupta (2004), Son e Crabtree (2011), Bamber, Bamber e Schoderbek (1993) e Dardor (2009).

Os resultados encontrados, em conjunto com as incidências anteriores asseveradas pela literatura e com a base teórica revisada, sugerem que gestores utilizam a margem discricionária que lhe é conferida para atrasar, sistematicamente, a divulgação de prejuízos. Há, ainda, a possibilidade de que tais atrasos sejam explicados pela hipótese das divulgações internas (*internal reporting explanation*), segundo a qual gestores dos diversos níveis hierárquicos possuem incentivos para atrasar o máximo possível, nos trâmites internos da companhia, a divulgação de más notícias até que estas sejam mitigadas por boas notícias posteriores, ou até que sejam revistas, justificadas e/ou alteradas. Por outro lado, boas notícias tenderiam a receber escrutínio relativamente menor, passando pelos diferentes níveis mais rapidamente (BOWEN et al., 1992; KROSS, 1982; LAURIE; PASTENA, 1975).

3.2.6 Variáveis de controle

Entre as variáveis de controle, apenas a variável ENDIVIDAMENTO demonstrou significância estatística para a estimação do modelo em painel de efeitos aleatórios, ao nível de 5%, conforme Tabela 11. O sinal negativo do coeficiente indica que foram preponderantes as influências ligadas à ampliação do monitoramento incidente sobre companhias mais endividadas, de modo que há indícios de que estas tendem a reduzir o prazo de divulgação em razão da pressão exercida pelos credores.

Conforme sustentado na subseção 2.3.6, esperava-se que o fator relatório de auditoria também estivesse relacionado à variável ENDIVIDAMENTO, no entanto, com influências contrárias àquelas derivadas do fator monitoramento, visto que os trabalhos de auditoria tenderiam a levar mais tempo diante de maiores proporções de dívidas, pois estas levam a um maior número de confirmações (circularizações) a serem carreadas e, adicionalmente, a uma maior cautela por parte dos auditores em função do risco à continuidade que o endividamento representa. Em que pese essa expectativa, os resultados sugerem maior influência do fator monitoramento.

3.2.7 Análise adicional

Complementando a análise dos resultados, esta subseção será voltada a análises adicionais que se mostram relevantes para a compreensão dos determinantes do prazo de divulgação das companhias listadas na BM&FBOVESPA. Em um primeiro momento, serão analisados os efeitos da divulgação de surpresas (negativas ou positivas) contidas nos resultados econômicos divulgados. Essa análise em subseção específica é justificada pela destacada importância atribuída pela literatura à associação entre tais surpresas e o prazo de divulgação. Na sequência, serão analisadas as demais variáveis para as quais não foram verificadas associações significativas com a defasagem.

3.2.7.1 As *proxies* MÁS NOTÍCIAS

A *proxy Dummy* MN4 foi selecionada para captar os efeitos das surpresas, consoante critérios fixados na subseção 2.3.5.1. No entanto, os coeficientes estimados para tal variável, além de se mostrarem estatisticamente não significantes, apresentaram sinais negativos, contrariando a expectativa teórica.

Diante disso, procedeu-se a reestimações do modelo da Equação 2 (dados em painel) com algumas adaptações. Inicialmente, a variável *Dummy* MN4 foi substituída pelas variáveis categóricas *Dummy* MN1, *Dummy* MN2 e *Dummy* MN3, resultando nas reestimações D1, D2 e D3, respectivamente, que compõem o Apêndice A. Frisa-se que essas *proxies* foram formuladas, conforme descrito na subseção 2.3.5.1, para medir os efeitos das surpresas.

Em meio a considerável perda de dados, em especial para a reestimações D1 e D3, os resultados para os efeitos das surpresas foram mantidos, ou seja, foram registrados coeficientes negativos para as variáveis *Dummy* MN1 e *Dummy* MN3, sendo que esta última alcançou significância estatística ao nível de 10%. O coeficiente estimado para a *Dummy* MN2 (Reestimação D2) foi positivo, porém não significativo.

Adicionalmente, considerando que a formulação de *proxies* para surpresas no formato de variável categórica pode ter gerado perda de informações, a variável *Dummy* MN4 foi substituída pela variável contínua MN4 e, em seguida, pelas variáveis contínuas MN1, MN2 e MN3 para novas reestimações do modelo. Entretanto, tendo em vista as altas correlações, verificadas na Tabela 9, entre as variáveis MN4 e RENTABILIDADE, optou-se, também, por suprimir a variável RENTABILIDADE para as reestimações MN1, MN2, MN3 e MN4, que incluem as variáveis contínuas citadas e estão detalhadas no Apêndice B.

Os resultados dessas reestimações complementares indicam que as eventuais perdas de informações não foram comprometedoras, visto que os coeficientes estimados para variáveis contínuas inseridas ao modelo também demonstraram sinais contrários ao esperado e não alcançaram significância estatística. A variável MN1 foi a única a confirmar parcialmente a expectativa teórica, apresentando coeficiente negativo, porém estatisticamente insignificante.

Em ambiente internacional, Sengupta (2004) e Son e Crabtree (2011) obtiveram os resultados esperados, verificando coeficientes positivos e significantes para variável similar a *Dummy* MN1, ou seja, que utiliza o consenso dos analistas com *proxy* para as expectativas do mercado. Não foram localizados estudos nacionais que tenham utilizado *proxy* semelhante, isto é, utilizando o consenso dos analistas.

3.2.7.2 Demais variáveis

A variável VOLUME DE NEGOCIAÇÃO apresentou coeficientes negativos, conforme esperado, porém sem significância estatística, contrariando os achados de Sengupta (2004), Wu, Wu e Liu (2008), Aubert (2009) e Son e Crabtree (2011), que encontraram fortes relações estatísticas negativas para essa *proxy* em ambiente internacional. Há, portanto, indícios de que, divergindo do que ocorre em outros mercados, o volume de negociação não seja uma *proxy* adequada para monitoramento em ambiente nacional, não sendo, dessa forma, relevante para a determinação da defasagem das demonstrações contábeis. Não obstante, uma vez que nenhum dos estudos nacionais localizados incluiu tal variável, mostra-se prudente a realização de novos estudos para que se tenha melhores bases para conclusões.

Por outro lado, são mais consistentes os indicativos de que a variável INVESTIDORES INSTITUCIONAIS não exerce influências significativas sobre o prazo de divulgação em ambiente brasileiro, visto que, assim como este estudo, Kirch, Lima e Terra (2012), Lima e Terra (2005) e Amaral et al. (2008) também não encontraram associações estatisticamente significantes. Em ambiente internacional, Sengupta (2004) e Wu, Wu e Liu (2008) encontraram fortes associações negativas.

Finalizando a análise do fator monitoramento, tem-se que os coeficientes estimados para a variável BLOCO DE CONTROLE apresentaram sinais negativos e sem significância estatística, contrariando a expectativa teórica de sinais positivos. No entanto, o único estudo localizado que registrou associação positiva e significativa foi Sengupta (2004).

A estimação da variável SETOR REGULADO, *proxy* para complexidade contábil aplicada apenas em estudos nacionais, resultou em coeficiente positivo e não significativo. O mesmo foi verificado por Kirch, Lima e Terra (2012), porém, Amaral et al. (2008) encontrou significância ao nível de 10%. Assim, os resultados sugerem que os efeitos da regulação e da consequente necessidade de reportar em padrões contábeis distintos não exercem impactos significativos sobre o prazo de divulgação.

Além das *proxies* para as surpresas nos resultados, a variável RENTABILIDADE foi outra atrelada ao fator performance que contrariou as expectativas teóricas, apresentando coeficientes positivos e estatisticamente insignificantes em todas as estimações realizadas. Contudo, apenas Owusu-Ansah (2000) encontrou coeficiente negativo e significativo (ao nível de 10%), sendo que não foram localizados estudos nacionais que tenham utilizado tal variável.

Os coeficientes estimados para a variável PORTE apresentaram sinais negativos e não significantes, similar ao verificado por Amaral et al. (2008) e por Kirch, Lima e Terra (2012). Lima e Terra (2005) foram os únicos, em ambiente nacional, a encontrar coeficiente negativo e significativo ao nível de 1%. Internacionalmente, os estudos de Sengupta (2004), Aubert (2009) e Son e Crabtree (2011) encontraram resultados semelhantes aos de Lima e Terra (2005).

A variável NEGOCIAÇÃO EM MERCADOS ESTRANGEIROS apresentou coeficientes negativos para todas as estimações levadas a cabo, no entanto, sem que fosse verificada significância estatística. Já Lima e Terra (2005) encontraram significância ao nível de 1% para o coeficiente negativo estimado.

De certa forma, os resultados verificados para as variáveis PORTE e NEGOCIAÇÃO EM MERCADOS ESTRANGEIROS confirmaram as expectativas, visto que, conforme exposto na subseção 2.3.6, estima-se que efeitos antagônicos atuem sobre essas *proxies*. Assim, enquanto há ampliação do monitoramento em companhias de maior porte e também naquelas que negociam valores mobiliários em mercados estrangeiros, por outro lado, essas companhias também são afetadas por maior complexidade contábil. Uma vez que monitoramento e complexidade exercem influências contrárias sobre o *timing* das demonstrações contábeis, estas tendem a se anular.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As evidências empíricas, fornecidas por este estudo, acerca dos determinantes da defasagem das demonstrações contábeis anuais das companhias não financeiras listada na BM&FBOBESPA servem de contribuição, não apenas para literatura acadêmica dedicada a essa linha de pesquisa, como também para investidores, analistas de mercado e reguladores.

As nuances observadas para os exercícios sociais cujos dados subsidiaram as análises efetuadas, 2010 e 2011, que marcaram a adoção integral do padrão contábil alinhado às normas IFRS e a recuperação da economia brasileira em relação aos impactos da crise financeira mundial, permitiram relevantes constatações acerca do comportamento das firmas estudadas no tocante à decisão do momento para a divulgação das demonstrações anuais. Além disso, a relevância deste estudo é ampliada pelo ineditismo presente na aplicação de *proxies* ainda não utilizadas em ambiente nacional para explicar os prazos de divulgação.

As subseções a seguir são dedicadas a uma breve síntese dos resultados e às limitações reconhecidas para este estudo em conjunto com as sugestões para futuras pesquisas.

4.1 Síntese das evidências sobre o prazo de divulgação das demonstrações contábeis

Em princípio, a partir da análise descritiva dos dados coletados, constatou-se que:

- (i) as defasagens médias verificadas para o biênio 2010/2011 foram consideravelmente superiores às reportadas por outros estudos nacionais que abrangeram períodos anteriores;
- (ii) as medidas de tendência central, média e mediana, indicaram que as companhias que compõem a amostra levaram mais tempo para divulgar suas demonstrações contábeis em 2010, em relação a 2011. Ademais, revelaram-se estatisticamente significativas (teste *Wilcoxon*) as diferenças de médias para as defasagens desses exercícios. Essas evidências podem ser atribuídas ao fato de 2010 ter marcado o início da adoção integral do padrão IFRS, o que teria levado a uma ampliação da complexidade para a produção das demonstrações referentes a esse exercício;
- (iii) do total da amostra, 14,6% das companhias atrasaram suas demonstrações relativas ao exercício 2010, em relação ao prazo normativo estabelecido. Para as

demonstrações relativas a 2011, esse número foi reduzido para 11,18%, o que representa um avanço no quesito observância (*compliance*) às normas vigentes; e

(iv) no tocante aos padrões setoriais, seguindo a classificação Setor Econômica, o setor Alimentos e Bebidas apresentou maior defasagem média em ambos os exercícios, sendo seguido em 2010 pelo setor Mineração e pelo Têxtil em 2011. Por outro lado, o setor Software e Dados demonstrou-se líder em tempestividade, sendo seguido pelo setor Máquinas Industriais nos dois exercícios.

A análise descritiva acima resumida revelou importantes características da amostra em exame, permitindo que fossem atingidos os objetivos secundários desta pesquisa. Em que pese a importância dessas estatísticas descritivas, o ponto central deste estudo é ocupado pela análise multivariada dos fatores determinantes do prazo de divulgação, cujo resumo dos resultados encontrados seguem sintetizados a seguir:

- (i) companhias com maior número de acionistas, em relação àquelas que se enquadram na mesma faixa de porte (decil de ativos), tendem a divulgar mais rapidamente suas demonstrações contábeis, sugerindo que o fator monitoramento tem influência sobre o momento da divulgação. O nível de endividamento foi outra *proxy* a demonstrar relação com o fator monitoramento, de modo que firmas mais endividadas apresentaram tendência de divulgar mais rapidamente;
- (ii) os impactos do fator complexidade contábil sobre a defasagem das demonstrações anuais mostraram-se relevantes por intermédio da variável destinada a capturar os efeitos da consolidação de balanços. Os resultados corroboraram a hipótese desenvolvida em torno dos impactos da adoção inicial do padrão IFRS, em especial para as demonstrações relativas a 2010, visto que não foi verificada significância estatística nos testes específicos para 2011, reforçando a percepção dos efeitos da chamada curva de aprendizagem;
- (iii) a importância dos aspectos ligados à governança corporativa para a determinação do momento de divulgação foi confirmada, em princípio, pelos resultados no sentido de serem mais tempestivas companhias que aderiram a um entre os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Além disso, o prazo de divulgação demonstrou a tendência de diminuir conforme aumenta, na composição da diretoria (*board*), a proporção de diretores independentes, isto é, não pertencentes ao conselho de administração;
- (iv) no tocante aos aspectos ligados aos relatórios de auditoria, verificou-se que tendem a ser mais tempestivas as companhias cujas demonstrações contábeis

foram auditadas por uma entre as empresas do grupo *Big-4*. Adicionalmente, os resultados apontaram que relatórios de auditoria com ressalva tendem a levar a maiores lapsos para as divulgações; e

- (v) foram robustos os resultados no sentido de que companhias que possuem resultados negativos a divulgar tendem a atrasar suas demonstrações, corroborando a expectativa de que gestores utilizam a margem discricionária que lhe é conferida para atrasar, sistematicamente, a divulgação de prejuízos.

Complementando os resultados acima, ressalta-se que foram formuladas *proxies* para captar os efeitos das surpresas contidas nos resultados, uma delas tendo como base o *benchmark* para as expectativas do mercado, qual seja, a previsão dos analistas. No entanto, não foram constatados impactos das surpresas sobre o prazo de divulgação, contrariando a expectativa disseminada por boa parte da literatura revisada. Ademais, também não foram verificadas influências, sobre o *timing*, oriundas do volume negociado, da proporção de investidores institucionais, da formação de blocos de controle, da regulação estatal, do nível de rentabilidade, do porte e tampouco da negociação de valores mobiliários em mercados estrangeiros.

4.2 Limitações do estudo e sugestões para futuras pesquisas

A despeito das relevantes contribuições fornecidas, mostra-se oportuno reconhecer que esta pesquisa possui limitações. Entre estas, destacam-se:

- (i) a ausência de análises qualitativas, caso a caso, das eventuais alegações ou justificativas apresentadas pelas companhias para os atrasos em seus prazos de divulgação, em especial quando não atenderam aos normativos vigentes; e
- (ii) o fato de não terem sido consideradas as republicações, ou seja, as reapresentações das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), que contêm as demonstrações contábeis anuais.

Além da análise qualitativa e da investigação das reapresentações citadas acima, outras novas questões para pesquisas ulteriores emergem ao fim deste estudo, tais como a investigação dos determinantes dos prazos dos relatórios de auditoria, bem como testes similares para períodos anteriores e posteriores ao estudado.

REFERÊNCIAS

ABOODY, David; KASZNIK, Ron. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*. v. 29. p. 73-100, 2000.

ALENCAR, Roberta Carvalho. *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro*. 2007. 114 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

AMARAL, Hudson Fernandes; IQUIAPAZA, Robert Aldo; TOMAZ, Wesley Pereira; BERTUCCI, Luiz Alberto. Governança Corporativa e Divulgação de Relatórios Financeiros Anuais. *Contabilidade Vista e Revista*, v. 19, n. 1, p. 61-82, jan./mar. 2008.

ASHTON, Robert H.; GRAUL, Paul R.; NEWTON. Audit delay and the timeliness of corporate reporting. *Contemporary Accounting Research*. v. 5, n. 2, p. 657-673, 1989.

_____.; WILLINGHAN, John J.; ELLIOTT, Robert K. An empirical analysis of audit delay. *Journal of Accounting Research*. v. 25, n. 2, p. 275-292, autumn 1987.

ATIASE, Rowland K.; BAMBER, Linda S.; TSE, Senyo. Timeliness of financial reporting, the firm size effect, and stock price reactions to annual earning announcements. *Contemporary Accounting Research*. v. 5, n. 2, p. 526-552, 1989.

AUBERT, François. Determinants of corporate financial reporting lag: The French empirical evidence. *Journal of Accounting and Taxation*. v.1, n. 3, p. 53-60, Sep. 2009.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*. v. 6, n. 2, p. 159-178, autumn 1968.

BALTAGI, Badi H. *Econometric Analysis of Panel Data*. 3 ed. John Wiley & Sons, The Atrium, Southern Gate, Chichester, 2005.

BAMBER, E. Michael; BAMBER, Linda Smith; SCHODERBEK, Michael P. Audit structure and other determinants of audit report lag: an empirical analysis. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. v. 12, n. 1, p. 1-23, Spring 1993.

BASU, Sudipta. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*. v. 24. N. 1, p. 3-37, 1997.

BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*. v. 6, n. 3, p. 67-92, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968.

BEEKES, Wendy; BROWN, Philip. Do better-governed Australian firms make more informative disclosures?. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 33, n. 3-4, p. 422-450, 2006.

BEGLEY, Joy; FISHER, Paul E. Is there information in an earnings announcement delay? *Review of Accounting Studies*, v. 3, p. 347-363, 1998.

BOWEN, Robert M.; JOHNSON, Marilyn F.; SHEVLIN, Terry; SHORES, D. Determinants of the timing of quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. v. 7, n. 4, p. 395-422, 1992.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução n. 480, de 7 de dezembro de 2009. *Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 16 ago. 2012.

_____. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (1976b). *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Acesso em: 16 ago. 2012.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976a). *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 16 ago. 2012.

BROWN, Philip; DOBBBIE, Glen W.; JACKSON, Andrew B. Measures of the Timeliness of Earnings: An Empirical Investigation. *Australian Accounting Review*. v. 21, n. 3, p. 222-234, September 2011.

CARSLAW, Charles A. P. N.; KAPLAN, Steven E. An examination of audit delay: further evidence from New Zeland. *Accounting Business Research*. v. 22, n. 85, p. 21-32, 1991.

CASTRO, Claudio de Moura. *A prática da pesquisa*. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

CHAMBERS, Anne E.; PENMAN, Stephen H. Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, v. 22, n. 1, p. 21-47, Spring 1984.

COURTIS, John K. Relationships between timeliness in financial reporting and corporate attributes. *Accounting and Business Research*. v. 6, n. 25, p. 45-56, 1976.

DARDOR, Zuhir Omar. *Publishing delay and the usefulness of annual reports in Lybia*. 2009. 257 f. Thesis (Doctor of Philosophy), Bournemouth University, 2009.

DAVIES, B.; WHITTRED, G. P. The Association Between Selected Corporate Attributes and Timeliness in Corporate Reporting: Further Analysis. *Abacus*. v. 16, n. 1, p. 48-60, June 1980.

DIAMOND, Douglas W. Optimal release of information by firms. *The Journal of Finance*. v. XL, n. 4, p. 1071-1094, September 1985.

DIMITROV, Valentin; JAIN, Prem C. It's showtime: do managers report better news before annual shareholder meetings? *Journal of Accounting Research*. v. 49, n. 5, p. 1193-1221, December 2011.

DOGAN, Mustafa; COSKUN, Ender; Çelik, Orhan. Is Timing of Financial Reporting Related to Firm Performance? - An Examination on Ise Listed Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*. v. 12, p. 221-233, 2007.

DOUGHERTY, Christopher. *Introduction to Econometrics*. 3. ed. Oxford University Press, 2007.

DYER, James C.; MCHUGH, Arthur J. The timeliness of the Australian annual report. *Journal of Accounting Research*. v. 13, n. 2, 204-219, autumn 1975.

FAMA, Eugene F.; LAFFER, Arthur B. Information and capital markets. *The Journal of Business*. v. 44, n. 3, p. 289-298, July 1971.

FASB (Financial Accounting Standard Board). *Statement of Financial Accounting Concepts n. 2 – Qualitative Characteristics of Accounting Information*. FASB, May 1980.

GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GILLING, Donald M. Timeliness in Corporate Reporting: some further comment. *Accounting and Business Research*. v. 8, n. 29, p. 34-36, 1977.

GIVOLY, Dan; PALMON, Dan. Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence. *The Accounting Review*. v. LVII. n. 3, July 1982.

GREENE, William H. *Econometric Analysis*. 5. ed. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 2002.

HAIR, Joseph F.; TATHAM, Ronald L.; ANDERSON, Rolph E.; William, Black. *Análise Multivariada de Dados*. 5. ed. Editora Bookman. Porto Alegre, 2005.

IASB (International Accounting Standard Board). The Conceptual Framework for Financial Reporting. Disponível em: <<http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2012/framework.pdf>>. Acesso em 16 ago. 2012. IASB, 2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2008.

JAGGI, Bikki; TSUI, Judy. Determinants of audit report lag: further evidence from Hong kong. *Accounting Business Research*. v. 30, n. 1, p. 17-28, 1999.

JENSEN, Michael; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*. v. 3, n. 4, p. 305-360, Out 1976.

KHAN, Mosaffar; WATTS, Ross L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of conservatism. *Journal of Accounting and Economics*. v. 48, n. 2-3, p. 132-150, 2009.

KHASHARMED, Hussein Ali; ALJIFRI, Khaled. The timeliness of annual reports in Bahrain and the united arab emirates: an empirical comparative study. *The International Journal of Business and Finance Research*. v. 4, n. 1, p. 51-71, 2010.

KIRCH, Guilherme; LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 173-186, set./dez. 2012.

KNECHEL, W. Robert; PAYNE, Jeff L. Additional evidence on audit report lag. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. v. 20, n. 1, p. 137-146, Mar. 2001.

KOTHARI, S. P.; SHU, Susan; WYSOCKI, Peter D. Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*. v. 47, n. 1, p. 241-276, Mar. 2009.

KROSS, William. Profitability, earnings announcement time lags, and stock prices. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 9, n. 3, 1982.

_____; SCHROEDER, Douglas A. An empirical investigation of the effect of quarterly earnings announcement timing on stock returns. *Journal of Accounting Research*. v. 22, n. 1, p. 153-176, Spring 1984.

LAMBERT, Richard; LEUZ, Christian; VERRECHIA, Robert E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*. v. 45, n. 2, p. 385-420, May 2007.

LANZANA, Ana Paula. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. 2004. 165 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LAURIE, Arlene J.; PASTENA, Victor S. How promptly do corporations disclose their problems? *Financial Analysts Journal*. v. 31, n. 5, p. 55-61, Sep/Oct 1975.

LIMA, João Batista Nast de. *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil*. 2010. 236 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

_____; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinantes da Defasagem na Divulgação das Demonstrações Financeiras das Companhias Abertas Brasileiras. In: ENANPAD, XXVIII, 2004, Curitiba-SC. *Anais...Curitiba*, 2004.

LOBO, Gerald J.; ZHOU, Jian. To swear early or not swear early? An empirical investigation of factors affecting CEOs' decisions. *Journal of Accounting and Public Policy*. v. 24, n. 2, pp. 153-160, March-April 2005.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Análise da Surpresa dos Analistas ao Anúncio dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas para as Companhias Abertas Brasileiras. CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2005. São Paulo. *Anais...São Paulo: USP*, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual de elaboração de monografias e dissertações*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2002.

NEWTON, James D.; ASHTON, Robert H. The association between audit technology and audit delay. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. v. 8, n. 1, p. 22-37, Supplement 1989.

OWUSU-ANSAH, Stephen. Timeliness of corporate financial reporting in emerging capital markets: empirical evidence from the Zimbabwe Stock Exchange. *Accounting and Business Research*. v. 30, n. 3, p. 241-254, Summer 2000.

_____; LEVENTIS, Stergios. Timeliness of Corporate Annual Financial Reporting in Greece. *European Accounting Review*. v. 15, n. 2, 273–287, 2006.

PATELL, James A.; WOLFSON, Mark A. Good News, Bad News, and the Intraday Timing of Corporate Disclosure. *The Accounting Review*. v. 57, n. 3, July 1982.

PAULA, Melisa Maia de. *Estudo de eventos amparado em métricas contábeis: detectando performance operacional anormal em firmas brasileiras*. 2012. 183 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Administração e Finanças, Centro de Ciências Sociais, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

SENGUPTA, Partha. Disclosure timing: Determinants of quarterly earnings release dates. *Journal of Accounting and Public Policy*. v. 23, p. 457-482. 2004.

SILVA, Carlos Eduardo Vieira da; SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e; SANCOVSCHI, Moacir. Evidências sobre o prazo médio de publicação de demonstrações contábeis de empresas brasileiras de capital aberto. CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006. São Paulo. *Anais...*São Paulo: USP, 2006.

SKINNER, Douglas J. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*. v. 32, n. 1, p. 38-60, Spring 1994.

SON, Myungsoo e CRABTREE, Aaron D. Earnings Announcement Timing and Analyst Following. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. v. 26, n. 2, p. 443-468, April 2011.

SCHWARTZ, Kenneth B.; SOO, Billy S. Evidence of regulatory noncompliance with SEC disclosure rules on auditor changes. *The Accounting Review*. v. 71. n. 4, p. 555-572, October 1996.

TORRES, Fernando. Na briga da essência contra a forma, prevalece o 'medo'. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 set. 2012. Empresas. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2823848/na-briga-da-essencia-contr-forma-prevalece-o-medo>>. Acesso em 11 set. 2012.

TORRES, Fernando; FALCÃO, Marina. *Norma internacional deve ter menos opções*. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 dez. 2011. Eu & Investimentos. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/impreso/empresas/norma-internacional-deve-ter-menos-opcoes>>. Acesso em 5 dez. 2011.

VALOR ECONÔMICO. Relatórios anuais ainda são muito prolixos, diz estudo. *Valor Econômico*, São Paulo, 3 jul. 2012. Empresas. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2736086/relatorios-anuais-ainda-sao-muito-prolixos-diz-estudo>>. Acesso em 3 jul. 2012.

VERRECHIA, Robert E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. v. 32, 97-180, 2001.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*. v. 53, n. 1, p. 112-134, January 1978.

_____; ZIMMERMAN, Jerold L. *Positive accounting theory*. New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1986.

WHITTRED, G. P. Audit qualification and the timeliness of corporate annual reports. *The Accounting Review*. v. 55, n. 4, p. 563-577, October 1980.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2001.

_____. *Introductory econometrics: a modern approach*. 2. ed. Thomson Southwestern, Ohio, 2002.

WU, Chen-Hui; WU, Chin-Shun; LIU, Victor W. The releasing timing of annual reports and board characteristics. *The International Journal of Business and Finance Research*. v. 2, n. 1, p. 103-118, 2008.

YERMACK, David. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *The Journal of Finance*. v. 52, n. 2, p. 449-476, Jun. 1997.

ZEGHAL, Daniel. Timeliness of accounting reports and their information content on the capital market. *Journal of Business Financial & Accounting*. v. 11, n.3, p. 367-380, September 1984.

ZMIJEWSKI, Mark E. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction. *Journal of Accounting Research*. v. 22, p. 59-82, Supplement 1984.

APÊNDICE A – Reestimações dos modelos em painel, na forma definida pela subseção 3.2.7.1, a partir de outras variáveis categóricas para os efeitos das surpresas nos resultados.

Variável	Sinal previsto	Reestimação D1	Reestimação D2	Reestimação D3
INTERCEPTO		99,13*** (21,95)	101,36*** (9,86)	125,06*** (14,18)
VOLUME NEG.	(-)	-0,39 (0,82)	-0,65 (1,05)	-0,78 (1,30)
N. ACIONISTAS	(-)	-0,78 (1,35)	-2,15** (0,95)	-2,58* (1,37)
INVEST. INSTITUC.	(-)	-9,09* (4,69)	-0,43 (3,32)	-2,48 (4,44)
BLOC. CONTROLE	(+)	0,28 (7,13)	-2,98 (3,98)	-8,60* (5,06)
DEMONST CONSOL	(+)	5,36 (5,47)	5,48** (2,49)	6,50** (2,93)
S. REGULADO	(+)	7,12*** (2,69)	2,06 2,49	-0,57 (3,06)
N. GOVERN. CORP.	(-)	-0,83 (4,17)	-6,95*** (2,43)	-7,40** (3,17)
DIRET. EXTERNOS	(-)	-5,88 (5,40)	-8,63*** (3,21)	-10,29** (4,84)
BIG-4	(-)	-1,30 (5,56)	-4,55** (1,97)	-1,89 (2,76)
RESSALVA	(+)	4,41 (6,27)	4,97** (2,23)	12,29** 5,87
Dummy MN1	(+)	-0,24 (1,63)	- -	- -
Dummy MN2	(+)	- -	2,17 (1,38)	- -
Dummy MN3	(+)	- -	- -	-2,92* (1,66)
RENTABILIDADE	(-)	-64,85*** (16,34)	1,39 (1,34)	-49,76*** (18,33)
PREJUÍZO	(+)	-1,81 (3,53)	7,32*** (2,01)	-0,57 (3,06)
PORTE	(?)	-1,36 1,31	-1,08 (0,72)	-2,05** (0,90)
ENDIVIDAM.	(?)	-1,35* (0,80)	-0,04* (0,02)	-0,04 (0,17)
NEG. MERC. ESTR.	(?)	1,26 (3,73)	-0,53 (2,48)	2,76 (3,03)
R ² between		19,3%	28,23%	29,14%
Estatística Chi ²		226,38***	114,34***	78,00***
N. de observações		228	592	324

1. Para cada variável são apresentados o coeficiente e, entre parênteses, o erro padrão robusto.

2. Os testes de especificação (Hausman e Breusch-Pagan) dos modelos em painel acima indicaram como mais adequado o método de efeitos aleatórios.

***, ** e *: Significante aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

Fonte: O autor, 2013.

APÊNDICE B – Reestimações dos modelos em painel, na forma definida pela subseção 3.2.7.1, a partir de variáveis contínuas para os efeitos das surpresas nos resultados.

Variável	Sinal previsto	Reestimação MN1	Reestimação MN2	Reestimação MN3	Reestimação MN4
INTERCEPTO		82,01*** (22,07)	100,46*** (9,27)	117,92*** (14,53)	89,64*** (6,95)
VOLUME NEG.	(-)	-0,41 (0,80)	-0,57 (1,08)	-0,67 (1,38)	-0,85 (0,78)
N. ACIONISTAS	(-)	-0,86 (1,31)	-2,14** (0,94)	-2,45* (1,37)	-2,61*** (0,95)
INVEST. INSTITUC.	(-)	-7,26 (4,86)	0,37 (3,26)	-1,98 (4,50)	-0,06 (3,11)
BLOC. CONTROLE	(+)	-1,14 (7,32)	-2,65 (4,00)	-8,46* (4,90)	-3,29 (3,80)
DEM. CONSOL.	(+)	5,98 (5,83)	5,33** (2,48)	6,67** (3,10)	5,03** (2,56)
S. REGULADO	(+)	7,95*** (2,83)	2,10 (2,48)	-1,55 (3,10)	1,13 (2,51)
N. GOVERN. CORP.	(-)	2,49 (4,55)	-6,74*** (2,41)	-8,37** (3,27)	-7,58*** (2,18)
DIRET. EXTERNOS	(-)	-6,52 (5,34)	-8,53*** (3,18)	-10,84** (4,76)	-6,68** (3,13)
BIG-4	(-)	-3,36 (4,99)	-4,48** (1,96)	-2,23 (2,49)	-5,16*** (1,96)
RESSALVA	(+)	0,55 (5,35)	4,69** (2,27)	11,52** (5,81)	10,10*** (3,74)
MN1	(-)	-42,73 (43,57)	-	-	-
MN2	(-)	-	1,37 (1,11)	-	-
MN3	(-)	-	-	13,84 (15,22)	-
MN4	(-)	-	-	-	0,0001 (0,0002)
PREJUÍZO	(+)	1,86 (3,85)	7,89*** (2,00)	5,07* (2,85)	6,84*** (1,89)
PORTE	(?)	-0,61 (1,36)	-0,97 (0,68)	-1,78* (0,95)	-0,16 (0,50)
ENDIVIDIDAM.	(?)	-1,51* (0,79)	-0,05* (0,03)	-0,26*** (0,10)	-0,04* (0,02)
NEG. MERC. ESTR.	(?)	1,29 (3,91)	-0,70 (2,45)	2,77 (3,11)	-2,45 (2,31)
R ² between		12,17%	28,25%	24,45%	28,77
Estatística Chi ²		183,56***	107,22***	72,64***	236,89***
N. de observações		228	592	324	640

1. Para cada variável são apresentados o coeficiente e, entre parênteses, o erro padrão robusto.

2. Os testes de especificação (Hausman e Breusch-Pagan) dos modelos em painel acima indicaram como mais adequado o método de efeitos aleatórios.

***, ** e *: Significante aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

Fonte: O autor, 2013.