

---

# Governança Corporativa e Divulgação de Relatórios Financeiros Anuais

Hudson Fernandes Amaral <sup>1</sup>

Robert Aldo Iquiapaza <sup>2</sup>

Wesley Pereira Tomaz <sup>3</sup>

Luiz Alberto Bertucci <sup>4</sup>

---

## Resumo

Este trabalho visa descobrir se existe alguma relação entre a defasagem na divulgação dos demonstrativos financeiros anuais das empresas, e seu nível de governança corporativa, partindo do pressuposto de que a demora para sua liberação indicaria uma menor transparência da empresa. Para isso, foram definidas variáveis indicadoras de governança corporativa, bem como variáveis de outras dimensões da empresa que podem, potencialmente, explicar a defasagem. Foram utilizados modelos de Mínimos Quadrados Ordinários e o modelo de Tobit. Os resultados indicam, entre outras coisas, que o excesso de controle dos acionistas controladores tende a causar uma maior demora na liberação dos relatórios, mas que a presença ou não da empresa nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, assim como o Índice Abrangente de Qualidade da Governança Corporativa não tiveram relação com a defasagem.

**Palavras-chave:** Transparência; Demonstrativos Financeiros; Governança Corporativa.

---

<sup>1</sup> Professor Associado do CEPEAD/CAD/UFGM. Coordenador do Núcleo de Ensino, Pesquisa e Consultoria em Finanças e Contabilidade - NUFU da UFGM. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6.627, sala 4030. FACE. E-mail: hfamaral@face.ufmg.br.

<sup>2</sup> Doutorando em Administração pelo CEPEAD/UFGM. Pesquisador do Núcleo de Ensino, Pesquisa e Consultoria em Finanças e Contabilidade - NUFU e do Laboratório de Finanças da UFGM. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6.627, sala 4120. FACE. E-mail: raic@face.ufmg.br.

<sup>3</sup> Graduando em Matemática Computacional pela UFGM. Pesquisador do Núcleo de Ensino, Pesquisa e Consultoria em Finanças e Contabilidade - NUFU e do Laboratório de Finanças da UFGM. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6.627, sala 4120. FACE. E-mail: wesleytomaz@gmail.com.

<sup>4</sup> Professor Adjunto do CAD/CEPEAD/UFGM. Chefe do Departamento de Ciências Administrativas da FACE. Pesquisador do Núcleo de Ensino, Pesquisa e Consultoria em Finanças e Contabilidade - NUFU da UFGM. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6.627, sala 4031. FACE. E-mail: bertucci@face.ufmg.br.

---

# Corporate Governance and Release of Annual Financial Statements

---

## Abstract

This research seeks to discover if there is any relationship between the delay in the publication of the annual financial statements of companies, and their level of corporate governance, assuming that the delay on its liberation would indicate a smaller transparency of the company. For that, proxy variables for corporate governance were defined, as well as for other dimensions of the company that can, potentially, explain that discrepancy. Ordinary Least Square and Tobit models were used. The results indicate, among other things, that the excess of control by controller shareholders tends to cause a larger delay in the liberation of the statements, but the presence of the company in BOVESPA's differentiated corporate governance levels, as well as the Index for Corporate Governance Quality do not have relationship with the delay.

**Keywords:** Transparency; Financial Statements; Corporate Governance.

## 1 Introdução

A assimetria informacional existente entre gestores e investidores, numa empresa de capital aberto, é considerada geradora de um indesejado aumento do custo de capital. Isso decorre da exigência de retornos maiores por parte de investidores que não possuem informações privilegiadas, o que gera uma queda no preço das ações da empresa. Para reduzir a assimetria informacional, as empresas têm se preocupado em elevar os níveis de *disclosure*, ou evidenciação contábil, se tornando mais transparentes para todos os seus investidores e, assim, reduzir esse custo de capital relacionado.

Um dos principais elementos do *disclosure* são os relatórios anuais e trimestrais, que, por lei, as empresas devem divulgar até um prazo pré-estabelecido. No entanto, a data exata dessa divulgação varia de empresa

para empresa, e de período para período, podendo ser de alguns dias depois do encerramento do período, até a data-limite da divulgação.

Segundo Begley e Fischer (1998, p. 1), tal variação está relacionada com o fato de que as “boas notícias” são divulgadas mais cedo e as “más notícias”, mais tarde. Entre os motivos para isso, citam benefícios que podem ser obtidos ao se atrasar a divulgação de más notícias. Por exemplo, a gerência pode conseguir completar negócios em condições mais favoráveis antes das “más notícias”. Além disso, eles adquirem mais tempo para preparar respostas às críticas e para elaborar planos para reverter a baixa performance. Por último, têm mais tempo para encontrar formas de dar a notícia, que diminuem o efeito negativo.

Portanto, há teorias que afirmam que a data de divulgação está relacionada diretamente com o conteúdo do relatório, em especial com o lucro da empresa. Apesar disso, é intuitivo pensar que existe relação entre o tempo decorrido entre o encerramento do exercício social e a divulgação do relatório financeiro com a transparência da empresa. Mas empiricamente não é tão evidente qual é essa relação. Pode-se pensar que uma empresa que divulga cedo seus relatórios tem maior interesse em informar a seus investidores. Por outro lado, pode-se pensar que uma demora na liberação do relatório significa uma elaboração mais detalhada e precisa. Uma das coisas que se deseja descobrir é se a defasagem na divulgação nos diz algo a respeito do nível de transparência da empresa.

Segundo a *United Nations Economics and Social Commission for Asia and the Pacific* - UNESCAP (2006), a transparência de uma empresa é uma característica da boa governança corporativa, além da independência, responsabilidade e reponsividade, efetividade e eficiência e *accountability*. Segundo o IBGC (2007) - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade. Além do fato de que a transparência é um dos determinantes de governança corporativa, é razoável supor que as características de governança das companhias sejam um dos fatores que podem afetar seus níveis de *disclosure* (LANZANA, SILVEIRA e FAMÁ, 2006, p. 1).

Uma inovação do presente trabalho, em relação a trabalhos semelhantes anteriores é a consideração de um Índice Abrangente da Qualidade de Gover-

nança Corporativa (IGOV), proposto por Silveira, Barros e Famá (2004, p. 9-11). O IGOV é uma das variáveis mais fidedignas para representar o nível de governança corporativa encontrada na literatura. O índice é calculado sob quatro óticas, sendo elas: “acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle”. A justificativa de cada uma das questões foi apresentada por Silveira, Barros e Famá (2004-2005).

Uma consideração aos trabalhos empíricos está relacionada com a forma da distribuição da variável de defasagem na publicação dos relatórios. Como esta não pode ser negativa, nem muito grande, pela limitação legal, caracteriza-se por ser censurada nos dois lados da distribuição. Nesse caso, a estimativa dos parâmetros utilizando mínimos quadrados ordinários pode não ser consistente; a utilização de um modelo Tobit poderia ser mais consistente e eficiente, conforme Heij et al. (2004, p. 490-498).

Dadas essas considerações, o objetivo do presente trabalho foi descobrir se há relação estatística entre a defasagem da divulgação dos demonstrativos financeiros (elemento do *disclosure*) e o nível de governança corporativa de uma amostra de empresas. O artigo está estruturado da seguinte forma: A seção 2 trata da fundamentação teórica do trabalho e de evidências empíricas. A seção 3 explica a metodologia utilizada. A seção 4 apresenta uma avaliação dos resultados, e a 5, a conclusão do trabalho.

## 2 Fundamentação teórica

### 2.1 Legislação e divulgação dos relatórios

A legislação serve para delimitar o prazo máximo e o conteúdo mínimo dos relatórios anuais. É importante cuidar para que as empresas não façam relatórios insatisfatórios, com escassez de dados, ou que divulguem o relatório muito tempo após o fim do exercício social. Portanto, existem leis que determinam datas-limite de divulgação de cada tipo de relatório, bem como obrigatoriedade de determinados itens.

Em se tratando de data-limite, a instrução CVM 351/01 determina o prazo máximo para divulgação das DFP's – Demonstração Financeira

Padronizada – sendo de até 3 meses após o encerramento do exercício social. Ou seja, as empresas, anualmente, têm até o dia 31 de março para divulgar sua demonstração referente ao ano anterior. As DFP's são os relatórios de interesse nesse estudo.

## 2.2 Estrutura das divulgações

De acordo com a BOVESPA (2007b) – Bolsa de Valores de São Paulo, as Demonstrações Financeiras das companhias abertas compreendem, normalmente: Balanço Patrimonial; Demonstração do Resultado do Exercício; Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido; Demonstração de Lucros e Prejuízos Acumulados; Demonstração de Fluxo de Caixa; Parecer do Conselho Fiscal, Parecer do Auditor Independente e Relatório da Administração.

Estas demonstrações são apresentadas em valores nominais, e normalmente apresentam, para comparação, os resultados do exercício anterior. O Balanço Patrimonial é uma demonstração contábil que visa evidenciar qualitativa e quantitativamente o Patrimônio e Patrimônio Líquido de uma empresa. A Demonstração do Resultado evidencia o confronto entre as receitas e os custos e despesas do período considerado. A Demonstração das Mutações Patrimoniais mostra as mudanças, em natureza e valor, ocorridas sobre o Patrimônio Líquido da empresa no período. Já a Demonstração de Lucros e Prejuízos Acumulados descreve as mutações nos resultados acumulados da empresa. E a Demonstração de Fluxo de Caixa evidencia, por sua vez, as modificações do caixa e equivalente caixa.

O Parecer do Conselho Fiscal é uma declaração assinada pelos membros do Conselho Fiscal de que fiscalizaram os atos dos administradores e verificaram o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, e externam opinião sobre o relatório da administração e as demonstrações financeiras do exercício social, fazendo constar no seu parecer as informações complementares que julgarem necessárias ou úteis à deliberação da assembléia geral. O Parecer do Auditor Independente é o documento mediante o qual o auditor expressa sua opinião de forma clara e objetiva, sobre as demonstrações contábeis quanto ao adequado atendimento, ou não, a todos os aspectos relevantes. Várias empresas, principalmente as que adotam práticas de governança corporativa, colocam informações adicionais em seus

demonstrativos financeiros e relatórios de administração. Com isso, se mostram mais transparentes, uma vez que optam por divulgar informações além dos exigidos legalmente.

### **2.3 Governança Corporativa**

A governança corporativa é um tema que tem tido notável destaque, tanto no meio acadêmico, como entre as companhias de capital aberto, por existir, ainda, poucas informações sobre ela. De fato, sequer existe um consenso a respeito de sua definição.

De acordo com o IBGC (2007), ela é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002) a define como sendo o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Segundo Martins, Silva e Nardi (2006, p. 1), a governança corporativa surgiu para eliminar ou diminuir o conflito de agência entre gestores e proprietários, que é resultado da separação entre a propriedade e a gestão nas empresas. Esse conflito de agência decorre da disparidade de interesses existente entre gestores e investidores (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 10-12). Por exemplo, pode ser de interesse da gestão utilizar boa parte da renda líquida da empresa para realizar novos investimentos, enquanto a opinião dos investidores seria de fazer tais investimentos através de financiamentos, aumentando o lucro obtido por eles.

Dessa forma, é necessário tomar medidas para monitoração das atividades da gerência, de modo a manter os proprietários sempre informados das decisões sendo tomadas na empresa. Essas medidas criam os

chamados custos de agência, uma vez que é impossível fazer essa monitoração sem criação de custos adicionais. Segundo a BOVESPA (2007a), a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirir as suas ações e pagar um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação. Empresas com boa governança corporativa reduzem o custo de capital, além de serem vistas com menos incertezas por parte dos investidores, atraindo, dessa forma, o capital e podendo, conseqüentemente, aumentar o valor da empresa.

Vale ressaltar, também, o resultado do trabalho de Martins, Silva e Nardi (2006, p. 7-10), que verificaram fortes indícios de aumento na liquidez das ações após a migração para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BOVESPA, compostos por empresas que se comprometem a adotar práticas adicionais de governança corporativa. Portanto, fica evidente a necessidade que as empresas hoje têm de adotar práticas de governança corporativa, para reduzir custos de agência, aumentar o valor das ações, liquidez, além de adquirir confiança e preferência da parte de investidores, que certamente vão optar por empresas mais transparentes e que protejam seus interesses.

## 2.4 Revisão de estudos anteriores

Alguns assuntos semelhantes já foram abordados e seus resultados foram importantes para a composição deste trabalho. A seguir, os principais resultados desses estudos.

Lima e Terra (2004) analisaram os determinantes da defasagem na data de divulgação dos demonstrativos, embora não tivessem foco na governança corporativa. O objetivo era encontrar os determinantes de uma maneira geral. As variáveis com alta significância estatística encontradas foram Tamanho, Volatilidade, Prejuízo, Privada e ADR. Todas elas com significância ao nível de 5%. O Tamanho, calculado como o logaritmo natural da receita operacional líquida, teve coeficiente negativo, mostrando que empresas maiores divulgam seus relatórios mais cedo. A volatilidade teve um coeficiente positivo. A variável *dummy* para prejuízo teve coeficiente positivo, mostrando que empresas que obtiveram prejuízo tendem a

demorar mais a liberar os demonstrativos. A variável *dummy* Privada, para empresas que possuem apenas acionistas privados entre os 5 maiores, teve coeficiente negativo, indicando que essas empresas mostram os relatórios mais cedo. Por último, a *dummy* para ADR, que indica se a empresa possui ADR's negociadas, também teve um coeficiente negativo.

Lanzana, Silveira e Famá (2006) estudaram relações entre nível de *disclosure* e governança corporativa. Para tal, criaram uma variável para classificação de níveis de *disclosure* e utilizaram modelos econométricos. Os principais resultados foram a significância das variáveis DIF e INDEP. DIF mostra a diferença de controle em relação a direito de fluxo de caixa do controlador. Ela mostrou que quanto maior essa diferença, maior o nível de *disclosure*. Por outro lado, INDEP, que indica a proporção de membros não executivos do Conselho de Administração, mostrou que quanto maior essa razão, maiores os níveis de *disclosure*. Isso deixa dúvidas com respeito à relação entre *disclosure* e governança, uma vez que DIF alta indica baixa governança, e INDEP alta indica boa governança e, ainda assim, ambos possuem efeitos semelhantes sobre a evidenciação.

Bagnoli, Kross e Watts (2002) estudaram a relação do atraso ou antecipação da divulgação dos relatórios financeiros com o lucro por ação. O atraso e antecipação, nesse caso, são determinados tomando como base a previsão dada pela própria empresa da data de divulgação. O estudo conclui que não há relação clara entre esses fatores no caso de uma divulgação antecipada. No entanto, quando há atraso, o lucro por ação é, em média, próximo de US\$ 0,01 abaixo do previsto.

Assuntos semelhantes já foram abordados também nos trabalhos de Gallon e Beuren (2006) e Begley e Fischer (1998). Mas vale destacar, que usualmente os diferentes autores ao estudarem a duração da defasagem na entrega dos relatórios, concederam-na uma variável contínua, e utilizam, geralmente, modelos de regressão múltipla, estimados por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Mas, essa variável pode ser considerada censurada, já que não permite valores negativos e nem demasiado altos, pelo qual seria mais bem estudada com um modelo Tobit. Caso contrário, as estimativas dos parâmetros poderiam estar erradas. Assim, nesse trabalho, foca-se a relação da defasagem na entrega dos relatórios anuais com governança corporativa, usando variáveis diferentes para sua

caracterização, bem como a dos outros fatores de controle, através de uma comparação das estimativas por MQO e Tobit.

### **3 Metodologia de pesquisa**

#### **3.1 Caracterização da amostra**

A amostra foi selecionada, basicamente, seguindo um critério de liquidez em bolsa. Foram selecionadas as empresas não-financeiras cujas ações são negociadas na BOVESPA e tiveram liquidez, calculada pela Economática®, maior que 0,001 nos anos de 2005 e 2006. Além disso, só se considerou empresas com registro na BOVESPA anterior a 01/01/2005 e aquelas cujos demonstrativos financeiros foram divulgados até 120 dias após o fim do exercício social. Para as empresas que possuem mais de um tipo de ação negociada, considerou-se a com maior volume negociado, totalizando, assim, uma amostra de 115 empresas por dois anos, ou seja, um total de 230 observações.

#### **3.2 Variáveis utilizadas**

O objetivo do artigo é descobrir a relação entre governança corporativa e a defasagem na divulgação dos relatórios financeiros. Para tal, foram utilizadas diversas variáveis explicativas, inclusive variáveis não relacionadas com governança, para descobrir possíveis determinantes da defasagem. Assim como Lima e Terra (2004), as variáveis explicativas foram classificadas de acordo com dimensões que, potencialmente, afetam a defasagem da data de divulgação dos demonstrativos. São elas: complexidade das operações da empresa, suas características de governança corporativa, nível de assimetria informacional no mercado acionário e informações financeiras e de mercado.

Vale ressaltar que algumas das variáveis explicativas da defasagem dos relatórios referentes ao ano de 2005 (ou seja, com divulgação entre 01/01/2006 e 31/03/2006) foram calculadas com dados referentes a 31/12/2005 e, analogamente, as relacionadas ao ano de 2006, com divulgação em 2007, calculadas para 31/12/2006.

### 3.2.1 Variável dependente

A variável dependente  $Y$  representa número de dias transcorridos desde o fim do exercício social da empresa, até a data da divulgação de sua DFP, que deve ser de 90, de acordo com a legislação já citada. No entanto, foi possível observar que muitas das empresas divulgam suas informações de 1 a 120 dias aceitando-se, assim, valores nesse intervalo. Nos modelos econométricos foi utilizado o logaritmo natural,  $\ln Y$ , obtendo-se resultados mais consistentes para os modelos. Portanto, a variável dependente  $\ln Y$ , variou de 0 a aproximadamente 4,79. A data da divulgação do relatório foi obtida pelo banco de dados Economática®.

### 3.2.2 Complexidade das operações da empresa

A complexidade das operações da empresa foi representada pelas seguintes variáveis: Demonstrações Consolidadas (DC) – recebe 1 se a empresa tiver apresentado demonstrações consolidadas no ano considerado, e 0 caso contrário; tamanho com Demonstrações Consolidadas (TamDC) – Esta variável representa o tamanho da empresa, baseada no Ativo Total e na existência ou não de Demonstrações Consolidadas. Foi definida, primeiramente, a variável Tam\_AT, que é uma medição do tamanho da empresa calculada como

$$Tam\_AT = \ln(AT),$$

onde AT = valor contábil do Ativo Total

TamDC é definido como

$$TamDC = Tam\_AT \times DC,$$

ou seja, vale 0 caso a empresa não tenha apresentado demonstrativos consolidados, e em caso contrário Tam\_AT.

Setor regulado (SR) – recebe 1 se a empresa pertence a algum setor regulado (Energia Elétrica, Mineração, Petróleo e Gás, Telecomunicações e Transportes) e 0, caso contrário.

### 3.2.3 Governança Corporativa

As variáveis de governança corporativa utilizadas no estudo foram:

- Excesso de controle (EXC) – variável utilizada para medir a desproporção entre controle e propriedade dos controladores, onde se considera como controladores os 5 maiores acionistas da empresa. A variável foi definida como

$$EXC = \frac{CON}{PROP} - 1,$$

onde CON = percentual das ações ordinárias detidas pelos acionistas controladores e

PROP = percentual do total de ações (ordinárias e preferenciais) detidas pelos acionistas controladores.

- Investidor Institucional (II) - variável *dummy* que vale 1 se houver algum investidor institucional entre os 5 maiores acionistas da empresa, e 0 caso contrário.
- Nível de Governança Corporativa (NDGC) - variável *dummy* que vale 1 caso a empresa tenha aderido a algum dos NDGC da BOVESPA em alguma data até 31 de dezembro do ano considerado, e 0 caso contrário.
- Índice de Governança Corporativa (IGOV) – Para definir a qualidade da governança corporativa foi usada, como *proxy*, um índice proposto por Silveira, Barros e Famá (2004, p. 9-11). O estudo trazia um índice denominado IGOV, calculado através de um questionário com vinte perguntas binárias, de resposta sim e não. Para cada resposta “sim”, computou-se um ponto à empresa e o somatório final é o índice calculado, sendo seu valor máximo igual a vinte. É importante destacar que diferentemente de Silveira, Barros e Famá (2004, p. 1-41), que utilizou o índice somente para 2002, no presente trabalho se utilizou as estimativas calculadas por Amaral et al. (2007, p. 11-12), que inclui valores até 2005.

### 3.2.4 Assimetria informacional

As variáveis utilizadas para medir a assimetria informacional de uma empresa foram:

- Turnover – segundo Lima e Terra (2004, p. 7), o turnover mede a atividade de negociação das ações da empresa ao longo do exercício em relação ao seu valor em circulação. Indiretamente sinaliza o número de investidores que estão acompanhando mais estreitamente as atividades da empresa, demandando informações a respeito da mesma.

$$\text{Turnover} = \frac{\text{VolumeNegociadoemBolsa}}{\text{ValordeMercadodasAções}}$$

- Preço/VPA (PreçoVPA) – mede a razão entre os ativos intangíveis e os tangíveis e indica expectativas do mercado com relação ao crescimento futuro da empresa.

$$\text{Preço/VPA} = \frac{\text{ValordeMercadodasAções}}{\text{ValorPatrimonialdasAções}}$$

### 3.2.5 Informações financeiras e de mercado

As informações e resultados financeiros do ano considerado podem influenciar no tempo que a empresa leva para fazer a divulgação. As variáveis consideradas foram:

- Alavancagem Financeira (ALAV) – a Alavancagem Financeira de uma empresa é calculada como

$$ALAV = \frac{\frac{LL}{PL}}{\frac{LL - RF}{AT}}$$

onde LL = Lucro Líquido;

PL = Patrimônio Líquido;

RF = Resultado Financeiro e

AT = valor contábil do Ativo Total.

• Retorno do Ativo Total (Roa) – o retorno do ativo total é calculado como

$$Roa = \frac{LAJIR}{AT},$$

onde LAJIR = lucro antes dos juros e impostos e

AT = valor contábil do Ativo Total.

• Liquidez em Bolsa (LiqB) – medida de liquidez das ações da empresa no ano considerado, calculado segundo o critério do Economática®.

$$LiqB = \frac{100p\sqrt{\frac{nv}{NV}}}{P},$$

onde p = número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período determinado,

P = número total de dias do período,

n = número de negócios com a ação no período,

N = número de negócios com todas as ações no período,

v = volume de dinheiro com a ação no período e

V = volume de dinheiro com todas as ações no período.

• Prejuízo (PREJ) – variável *dummy* que vale 1, se o lucro líquido do período for negativo, e 0 se for positivo.

• Q de Tobin (Q) – uma medida de valor de mercado da empresa, calculado como.

$$Q = \frac{VMO + VMAP + DIVT}{AT},$$

onde VMO = valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP = valor de mercado das ações preferenciais;

DIVT = valor contábil das dívidas de curto e longo prazo menos o ativo circulante após a exclusão do valor dos estoques; e

AT = valor contábil do Ativo Total.

### 3.3 Modelo

Foram adotados dois métodos para a análise de regressão: o método de Mínimos Quadrados Ordinários e o Método de Tobit. O método de Tobit foi adotado pelo fato de que Y assume valores limitados. Não existe, na amostra, empresa cujo número de dias na defasagem é maior que 120, e é impossível que exista valores menores que 1. Portanto, concluiu-se que um modelo com variável dependente truncada pudesse apresentar melhores resultados e, assim, limitou-se  $\ln Y$  entre 0 e 4,8.

Primeiramente, partindo da hipótese de que a variável dependente  $\ln Y$  pode ser escrita como função de DC, TamDC, SR, EXC, NGC, II, Turnover, Preço/VPA, Roa, LiqB, PREJ e Q, estimou-se esse modelo 1 através do método de MQO.

$$\ln Y_i = \beta_0 + \beta_1 DC_i + \beta_2 TamDC_i + \beta_3 SR_i + \beta_4 Exc_i + \beta_5 NGC_i + \beta_6 II_i + \beta_7 Turnover_i + \beta_8 PrecioVPA_i + \beta_9 ALAV_i + \beta_{10} Roa_i + \beta_{11} LiqB_i + \beta_{12} PREJ_i + \beta_{13} Q_i + \varepsilon_i$$

Depois, identificadas aquelas variáveis com maior significância estatística, refinamos o modelo para uma função apenas dessas variáveis, a saber, TamDC, EXC, Preço/VPA e PREJ. Assim, estimou-se um modelo 2 com os métodos MQO e Tobit.

$$\ln Y_i = \eta_0 + \eta_1 TamDC_i + \eta_2 Exc_i + \eta_3 PrecioVPA_i + \eta_4 PREJ_i + v_i$$

Como Q e Preço/VPA são medidas de representações semelhantes, estimou-se, ainda, um modelo 3, substituindo o Preço/VPA por Q, com ambos os métodos estudados.

$$\ln Y_i = \alpha_0 + \alpha_1 TamDC_i + \alpha_2 Exc_i + \alpha_3 Q_i + \alpha_4 PREJ_i + \sigma_i$$

Em todas as estimativas, foram excluídos os outliers, identificando estes quando o valor padronizado do resíduo foi maior que 3.

## 4 Avaliação dos resultados

### 4.1 Análise descritiva

Apresenta-se na tabela 1 com a análise descritiva das variáveis e na Tabela 2 as correlações entre elas. Percebe-se que o pressuposto de normalidade foi violado em todas as variáveis; isto exigiu um tratamento das informações caracterizadas como outliers em cada uma das equações, como indicado na metodologia.

**Tabela 1: Estatísticas Descritivas das Variáveis**

Vars./ Parâms.	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv. Pad.	Assim.	Curtose	Jarque Bera Prob.
Y	71.94	76.00	118.00	18.00	20.13	-0.52	2.46	0.003
ALAV	2.55	1.70	204.20	-95.60	18.56	7.03	82.06	0.000
EXC	0.53	0.36	2.00	-0.19	0.55	0.99	3.08	0.000
LIQB	0.57	0.13	7.60	0.00	1.13	4.05	22.20	0.000
PRECOVPA	2.45	1.70	26.50	-3.70	3.25	3.91	23.40	0.000
ROA	0.12	0.13	0.52	-1.93	0.18	-6.78	76.98	0.000
TAMDC	13.16	14.49	19.18	0.00	4.93	-1.96	5.74	0.000
TURNOVER	0.36	0.25	3.54	0.00	0.41	3.14	19.97	0.000
Q	1.49	0.85	48.93	-0.39	3.56	11.56	152.24	0.000

Observações: 210

Fonte: elaborado pelos autores

**Tabela 2: Correlações entre as variáveis explicativas**

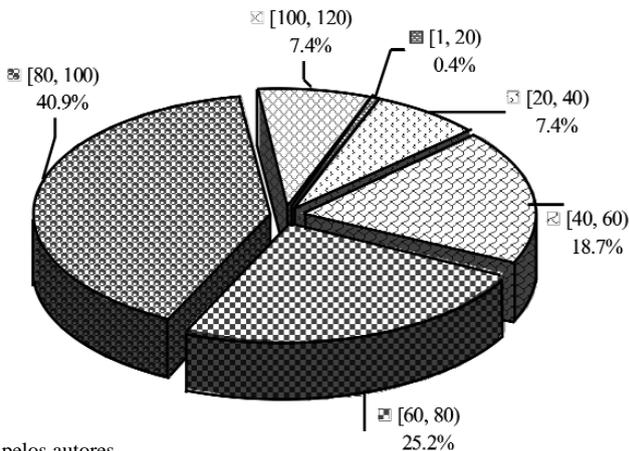
	ALAV	EXC	II	LIQB	PREC/VPA	PREJ	ROA	TAMDC	TURN-OVER	DC	Q
ALAV	1										
EXC	0,049	1									
II	0,115	-0,033	1								
LIQB	-0,053	0,164	0,044	1							
PREC/VPA	0,175	-0,192	0,003	0,055	1						
PREJ	0,095	-0,065	-0,025	-0,163	-0,195	1					
ROA	0,034	0,095	0,000	0,199	0,000	0,016	1				
TAMDC	-0,008	0,178	0,087	0,323	0,161	-0,226	-0,015	1			
TURNOVER	-0,093	0,396	-0,007	0,309	-0,082	0,006	0,100	0,083	1		
DC	0,030	0,178	0,087	0,134	0,147	-0,124	-0,047	0,938	0,095	1	
Q	0,006	-0,113	0,066	-0,038	0,128	0,173	-0,042	-0,055	-0,043	0,080	1
NGC	-0,028	0,116	0,057	0,169	0,137	-0,272	0,110	0,255	0,082	0,165	-0,026

Fonte: elaborado pelos autores

Na Tabela 2 de correlações das variáveis percebe-se como a maior correlação, em módulo, 0,938. Um valor alto, mas entre variáveis das quais isso já é esperado: TamDC e DC. Já o segundo maior e terceiro maior valor de correlação, em módulo, são de 0,396 entre Turnover e Exc, um valor baixo o suficiente para ser aceitável. Os outros coeficientes de correlação foram inferiores, indicando que não há problemas de multicolinealidade.

No Gráfico 1 apresenta-se a distribuição de freqüências para a variável dependente, considerando o número de dias até a apresentação dos relatórios financeiros anuais. Observa-se que em mais de 48% dos casos as empresas disponibilizaram seus relatórios em 80 ou mais dias, 25% entre 60 a 80 dias e menos de 8% em até 40 dias. Assim, registra-se uma tendência arredor dos três meses, especificamente, o intervalo de 86 a 93 dias concentrou mais de 25% dos casos.

**Gráfico 1: Distribuição de freqüências da publicação de relatórios financeiros 2005-2006.**



Fonte: elaborada pelos autores.

Na Tabela 3 contém as médias e desvios-padrão de variáveis selecionadas, segundo os níveis diferenciados de governança corporativa. A defasagem na apresentação de relatórios Y foi maior para nas empresas sem NDGC, a diferença foi estatisticamente significativa somente quando comparada à defasagem das empresas do novo mercado; contudo, tal

significância não se manteve na transformação logarítmica da variável. Percebeu-se também que as empresas com níveis diferenciados e que apresentam relatórios consolidados são de maior tamanho em relação às sem NDGC; as empresas do nível 2 e novo mercado têm um índice preço/VPA superior às outras, e um índice Q de Tobin maior do que as do nível 1; o Roa das empresas do nível 2 foi estatisticamente superior às sem NDGC; as empresas do novo mercado tiveram o menor excesso de controle EXC.

**Tabela 3: Estatísticas descritivas das principais variáveis por nível de Governança Corporativa**

Variáveis	Sem NDGC		Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Média	Desv. Pad.	Média	Desv. Pad.	Média	Desv. Pad.	Média	Desv. Pad.
TamDC 1	711,552	5,86	15,209***	3,41	14,661***	3,41	14,661***	3,41
Preço/VPA 2	1,917	5,13	2,061	1,07	4,627**	1,07	4,627**	1,07
Q 3	1,498	4,36	0,995	0,50	1,948**	0,50	1,948**	0,50
Roa 1	0,113	0,21	0,148	0,13	0,175***	0,13	0,175***	0,13
EXC 4	0,501***	0,56	0,748***	0,47	0,832**	0,47	0,832**	0,47
Y 4	74,585*	19,12	69,519	23,44	63,364	23,44	63,364	23,44
lnY 4	4,270	0,31	4,173	0,40	4,067	0,40	4,067	0,40
Observações	143		54		11		22	

Nota: \*, \*\* e \*\*\* - significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente, para comparações das médias da variável em relação a: 1 - "Sem NDGC"; 2 - "sem NDGC" e "Nível 1"; 3 - "Nível 1"; e 4 - "Novo Mercado".

Fonte: elaborado pelos autores.

## 4.2 Modelos de regressão

Os resultados obtidos para os modelos descritos na seção 3.3. estão resumidos nas TAB. 4, TAB. 5 e TAB. 6. Após a exclusão dos outliers, as equações satisfazem os pressupostos de normalidade e homoscedasticidade.

No modelo aplicado para todas as variáveis, cinco foram estatisticamente significativas, EXC, PREJ e Preço/VPA ao nível de 5%, e Roa e SR ao nível de 10%, conforme apresentado na Tabela 4.

**Tabela 4: Modelo 1, MQO com todas as variáveis**

Variáveis independentes	Coefficiente	Erro padrão	Estatística-t	Signif.
ALAV	0,0009	0,0011	0,821	0,4126
EXC	0,0905	0,0409	2,212	0,0281 **
II	0,0593	0,0393	1,507	0,1336
LIQB	0,0164	0,0238	0,686	0,4935
PRECOVPA	-0,0218	0,0065	-3,340	0,0010 **
PREJ	0,1524	0,0572	2,663	0,0084 **
ROA	-0,1877	0,1092	-1,719	0,0872 *
SR	0,0856	0,0480	1,783	0,0761 *
TAMDC	-0,0181	0,0179	-1,010	0,3136
TURNOVER	0,0516	0,0552	0,934	0,3513
DC	0,1399	0,2679	0,522	0,6021
Q	-0,0001	0,0063	-0,018	0,9855
NGC	0,0021	0,0433	0,049	0,9608
Constante	4,2766	0,0695	61,544	0,0000 **
R-Quadrado	0,225			
R-Quadrado Ajustado	0,173			
Número de observações	207			

Nota: \* e \*\* - significativo ao nível de 10% e 5%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelos autores.

O refinamento do modelo resultou em uma maior significância das variáveis, causando uma variação pequena no R-Quadrado Ajustado. Ou seja, os modelos com 4 variáveis são praticamente tão explicativos quanto o de 13 variáveis. Vale notar também uma proximidade muito grande entre os coeficientes nos modelos estimados por MQO e Tobit como apresentado nas Tabelas 5 e 6.

**Tabela 3: Estatísticas descritivas das principais variáveis por nível de Governança Corporativa**

Variáveis independentes	MQO		Tobit	
	Coefficiente	Signif.	Coefficiente	Signif.
PREJ	0,1974	0,0002 **	0,1971	0,0001 **
EXC	0,1022	0,0070 **	0,1018	0,0057 **
TAMDC	-0,0075	0,0668 *	-0,0075	0,0616 *
PRECOVPA	-0,0083	0,0987 *	-0,0083	0,0934 *
Constante	4,2784	0,0000 **	4,2787	0,0000 **
R-Quadrado	0,187		0,143	
R-Quadrado Ajustado	0,159		0,123	
Número de observações	218		218	

Nota: \* e \*\* - significativo ao nível de 10% e 5%, respectivamente

Fonte: elaborado pelos autores.

A significância da variável *dummy* de prejuízo (PREJ) mostra que a existência de lucro ou prejuízo para a empresa no período geralmente interfere na defasagem da divulgação. O coeficiente positivo comprova a hipótese de Begley e Fischer (1998, p. 1) de que boas notícias chegam cedo e más notícias tarde, resultado obtido, também, por Lima e Terra (2004, p. 9-16).

A interação entre tamanho e apresentação de demonstrativos consolidados (TamDC) possui coeficiente negativo, resultado semelhante ao de Lima e Terra (2004, p. 9-16). Portanto, mostra que empresas maiores divulgam seus relatórios mais cedo, apesar da maior complexidade das operações da companhia. Isso pode acontecer, inclusive, devido a um maior contingente de recursos humanos nos setores de finanças, contabilidade, relações com investidores e outros, trabalhando na elaboração dos relatórios.

A variável Preço/VPA também possui coeficiente negativo. Isso mostra que empresas com maior perspectiva de crescimento tendem a divulgar seus relatórios mais cedo. Da mesma forma, o Q de Tobin, que foi significativo nos modelos alternativos também teve coeficiente negativo, confirmando essa afirmação.

O coeficiente do retorno do ativo total (Roa) também foi negativo, mostrando que geralmente quanto maior o retorno do ativo total, menor a defasagem na divulgação. A presença da empresa em setores regulados (SR) foi significativa a 10%, e possui coeficiente positivo. Isso mostra que empresas desses setores tendem a divulgar seus relatórios mais tarde, talvez porque têm que preencher maiores exigências.

O excesso de controle (EXC) foi a única variável significativa entre as relacionadas com a governança corporativa. O coeficiente positivo significativo indica que quanto maior o excesso de controle sobre a propriedade por parte dos acionistas controladores, maior a demora na divulgação dos demonstrativos. Como um alto excesso de controle é um argumento contrário à governança corporativa, uma generalização desse resultado seria afirmar que empresas com maior índice de governança tendem a divulgar mais cedo seus relatórios. No entanto, tal afirmação precisa ser confirmada por outros estudos.

As outras variáveis de governança corporativa utilizadas no estudo foram presença de investidores institucionais (II) e adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). II teve significância ao nível de aproximadamente 15%. O coeficiente positivo mostra que empresas que possuem investidor institucional tenderiam a demorar mais na divulgação dos seus

relatórios, mas estatisticamente isso não é uma relação confiável.

No entanto, NDGC, que caracteriza as empresas que fazem parte dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, mostrou uma baixa significância estatística, indicando que o fato de uma empresa aderir aos NDGC não influi na defasagem na divulgação, e que há outras variáveis mais influentes.

Além disso, foi estimado um modelo que utilizou o Índice Abrangente de Qualidade da Governança Corporativa (IGOV), disponível para 83 empresas em 2005. O modelo, no entanto, mostrou que o IGOV não possui significância estatística para explicar a defasagem na entrega dos relatórios. Todas as outras variáveis foram pouco significativas e, portanto, dizem pouco sobre sua relação, caso exista, com a defasagem na divulgação dos relatórios financeiros. Finalmente, alguns dos resultados foram similares aos determinados por Lima e Terra (2004), mas permitem ponderar os achados contraditórios de Lanzana, Silveira e Famá (2006).

## 5 Conclusões

O artigo teve como objetivo investigar a relação entre a divulgação dos relatórios financeiros anuais das empresas de capital aberto e seu nível de governança corporativa. Para tal, foram definidas variáveis explicativas indicadoras de governança, entre outras que se relacionam com diferentes dimensões da empresa. O diferencial do presente trabalho foi a utilização de um índice para a qualidade da governança corporativa - IGOV, baseado em um conjunto de características observáveis das empresas, o qual é considerado pela literatura como melhor indicador de governança.

Para determinar a relação, utilizaram-se de modelos de regressão com os métodos de Mínimos Quadrados Ordinários e Tobit. Espera-se que este último mostre resultados mais precisos pelo fato de a variável dependente apresentar valores truncados, mínimo e máximo. Utilizou-se uma amostra de 115 empresas, através de um critério de liquidez mínima e de data de registro na BOVESPA, com dados referentes aos anos de 2005 e 2006.

Concluiu-se que o modelo apresentado foi satisfatório para explicar cerca de 17% das variações das defasagens nas divulgações. Além disso, encontraram-se poucas relações entre a governança corporativa e a defasagem. As principais

variáveis de governança corporativa, NDGC e IGOV, não se mostraram significativas, assim como a presença de investidores institucionais (II). A única variável dessa dimensão com significância estatística foi o excesso de controle pelos acionistas controladores (EXC).

As outras variáveis explicativas que mostraram se relacionar com a defasagem na entrega dos relatórios foram a interação entre tamanho e elaboração de demonstrativos consolidados (TamDC), a *dummy* para resultados com prejuízo (PREJ), o indicador Preço/VPA e o Q de Tobin, o retorno do ativo total (Roa), e a *dummy* para empresas pertencentes a setores regulados (SR).

Com base nos resultados, pode-se concluir que mais estudos são necessários para confirmar a importância do excesso de controle como determinante da defasagem, e da relevância da governança corporativa, embora o presente trabalho traga fortes indícios de que aderir aos níveis diferenciados da Bovespa não seja um deles.

## Referências

AMARAL, H. F.; MOREIRA, B. C. M.; GRUBERGER, D. J.; IQUIAPAZA R. A. Qualidade da governança corporativa das empresas na BOVESPA e internacionalização: Evolução 2002 - 2005. In: CONGRESSO DO INSTITUTO FRANCO-BRASILEIRO DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS - IFBAE, IV, 2007, Porto Alegre-RS. **Anais...** Porto Alegre, 2007.

BAGNOLI, M.; KROSS, W.; WATTS, S. G. The Information in Management's Expected Earnings Report Date: A Day Late, a Penny Short. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 5, p. 1275-1296, Dec 2002.

BEGLEY, J.; FISCHER, P. E. Is there Information in an earnings Announcement Delay? **Review of Accounting Studies**, v. 3, p. 347-363, 1998.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Níveis de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 9 abr. 2007a.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Dicionário de Finanças**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 9 abr. 2007.  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). INSTRUÇÃO CVM No 351, de 24 de abril de 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 9 abr. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 9 abr. 2007.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das Empresas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, XXX, 2006, Salvador-BA. **Anais...** Salvador, 2006.

HEIJ, C.; BOER, P.; FRANSES, P. H.; KLOEK, T.; DIJK, H. K. **Econometric methods with applications in business and economics**. New York: Oxford U. P., 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa**. 2007. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acessado em: 9 abr. 2007.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct 1976.

LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. M.; FAMÁ, R. Existe Relação entre Disclosure e Governança Corporativa no Brasil? In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, XXX, 2006, Salvador-BA. **Anais...** Salvador, 2006.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Determinantes da Defasagem na Divulgação das Demonstrações Financeiras das Companhias Abertas Brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, XXVIII, 2004, Curitiba-SC. **Anais...** Curitiba, 2004.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança Corporativa e Liquidez das Ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, XXX, 2006, Salvador-BA, **Anais...** Salvador, 2006.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, IV, 2004, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, V, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2005.

UNESCAP, United Nations Economics and Social Commission for Asia and the Pacific. **What is good governance?** Disponível em: <<http://www.unescap.org/huset/gg/governance.htm>>. Acesso em: 22 jul. 2006.

**Artigo recebido em:** 28 de maio de 2007

**Artigo aceito para publicação em:** 16 de agosto de 2007