



**NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E  
DISCLOSURE TIMELINESS: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO NO  
MERCADO BRASILEIRO**

**DIFFERENT LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE AND DISCLOSURE  
TIMELINESS: AN EXPLORATORY STUDY IN THE BRAZILIAN MARKET**

**DIFERENTES NIVELES DE DIVULGACIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO  
Y DISCLOSURE TIMELINESS: UN ESTUDIO EXPLORATORIO EN EL  
MERCADO BRASILEÑO**

**Aziz Xavier Beiruth**

Doutorando em Controladoria e Contabilidade (USP)  
Professor da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI)  
Endereço: Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA3 Cidade Universitária  
05.508-010 São Paulo/SP, Brasil  
Email: azizxb@hotmail.com

**Talles Vianna Brugni**

Doutorando em Controladoria e Contabilidade (USP)  
Endereço: Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA3 Cidade Universitária  
05.508-010 São Paulo/SP, Brasil  
Email: tallesbrugni@hotmail.com

**Luiz Paulo Fávero**

Pós-Doutor pela *Columbia University*  
Livre-Docente e Doutor em Administração (USP)  
Professor Associado da Universidade de São Paulo (USP)  
Endereço: Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA3 Cidade Universitária  
05.508-010 São Paulo/SP, Brasil  
Email: lpfavero@usp.br

**Antonio Oscar Santos Goes**

Doutor em Sociologia Econômica e das Organizações (UTL-Portugal)  
Professor Adjunto da Universidade Estadual de Santa Cruz (UESC)  
Endereço: DCAC – Rod. Ilhéus Itabuna, Km 16 – Centro  
45.662-000 Ilhéus/BA, Brasil  
Email: oscargoes11@hotmail.com

**RESUMO**

O presente trabalho investiga se existe associação entre o nível de governança corporativa das empresas, medido pelos segmentos diferenciados da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e a oportunidade na divulgação dos relatórios financeiros ao mercado. Para se atingir o objetivo proposto, foram coletados dados de 170 firmas no site da BMF&Bovespa em relação às datas de divulgação das demonstrações anuais das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa para os anos de 2012 e 2013 e associados com os respectivos níveis por intermédio da Análise de Correspondência (ANACOR). As evidências apontam para uma associação maior entre as empresas contidas no Novo Mercado e a divulgação de demonstrações contábeis em datas mais próximas ao encerramento do período exigido de divulgação, sugerindo uma relação substituta entre o nível de governança corporativa e o *disclosure timeliness* das firmas.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Análise de correspondência. Finanças.

### **ABSTRACT**

This paper investigates whether there is association between the level of corporate governance, measured by special segments of the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) and the opportunity in the disclosure of financial reports to the market. To achieve the proposed objective we have collected data on 170 firms of BMF&Bovespa related to disclosure dates of annual statements of companies listed in differentiated corporate governance levels for the years 2012 and 2013 and associated with the respective corporate governance levels via correspondence analysis (ANACOR). Evidence points to a greater association between the companies of the Novo Mercado and disclosure of financial statements on dates closer to the end of the period required for disclosure suggesting a replacement relationship between the level of corporate governance and disclosure of firms.

**Keywords:** Corporate Governance, Correspondence Analysis, finance.

### **RESUMEN**

Este estudio investiga la existencia de asociación entre el nivel de gobernanza empresarial, medido por segmentos especiales de la Bolsa de São Paulo (BOVESPA), y la oportunidad en la divulgación de los informes financieros en el mercado. Para lograr el objetivo propuesto, hemos recopilado datos sobre 170 empresas de BMF Bovespa y relacionados con las fechas de publicación de las cuentas anuales de las sociedades cotizadas en los niveles de gobernanza empresarial diferenciadas para los años 2012 y 2013 asociados con los respectivos niveles de gobierno corporativo a través de análisis de correspondencias (ANACOR). La evidencia apunta a una mayor asociación entre las empresas del Novo Mercado y la divulgación de los estados financieros en las fechas más cerca del final del período necesario para la divulgación, lo que sugiere una relación de reves entre el nivel de gobierno corporativo y la divulgación de las empresas.

**Palabras clave:** gobernanza empresarial, análisis de correspondencias, finanzas

## **1 INTRODUÇÃO**

A divulgação das informações contábeis por parte das empresas é um dos momentos em que os participantes do mercado de capitais recebem parcela significativa de informações que auxiliam na sua tomada de decisão de investimento.

La Porta et al. (1998) destacam este evento como parte do relevante papel da contabilidade e, como consequência, das demonstrações financeiras na governança corporativa, uma vez que os investidores se utilizam destes instrumentos para compor suas expectativas acerca da empresa na qual mantêm interesses.

Posto isto, percebe-se que divulgação das informações contábeis é aguardada com expectativa por parte dos participantes do mercado de capitais e há de se ressaltar que o *timeliness* destas informações pode influenciar na decisão de investimento. O atraso ou lentidão na divulgação constitui-se em um fator que tende a aumentar a incerteza acerca das novas informações que estão por vir, o que gera dúvidas nos investidores ocasionando uma tendência a subavaliar as expectativas.

A governança corporativa está intimamente ligada à tempestividade destas divulgações por meio do princípio básico do *disclosure* (transparência) que preza por dados

acurados, registros contábeis fora de dúvida e relatórios entregues nos prazos combinados. Apesar de se ter uma data limite legal para a divulgação destas informações, o mercado espera que os relatórios contábeis sejam divulgados o quanto antes.

Com a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa as empresas puderam dar maior transparência a suas informações e conseqüentemente ganharam a oportunidade de serem “premiadas” com isto, por meio da classificação em um dos níveis de governança corporativa e elevando seu patamar de governança perante o mercado, sendo o Nível 1 o mais baixo e o Novo Mercado o mais alto nível diferenciado de governança corporativa.

O presente estudo tem por objetivo analisar a relação existente entre os níveis diferenciados de governança corporativa e o *timeliness* na divulgação das demonstrações contábeis. A hipótese que visa balizar e orientar o artigo é a de que quanto mais alto o nível diferenciado de governança corporativa da empresa maior a rapidez na divulgação dos resultados anuais da companhia.

Para testar esta hipótese foi realizado um estudo quantitativo por meio da técnica estatística ANACOR, que buscou estudar a associação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a data de divulgação das informações contábeis.

## **2 PLATAFORMA TEÓRICA**

### **2.1 Governança Corporativa e Níveis Diferenciados da BOVESPA**

Entende-se por governança corporativa como sendo um conjunto de mecanismos de controle gerencial cujo objetivo é o de fornecer subsídios para que os fornecedores de capital se certifiquem de obter retorno sobre seus investimentos na firma (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p.737; LEARMOUNT, 2004, p.16; MALLIN, 2010, p.36, BRUGNI, 2012, p.17).

Desse modo, qualquer que seja a ação de uma determinada firma com o objetivo de munir o investidor de informações que lhe permitam tomar decisões mais seguras de investimento pode ser considerada como uma boa prática de governança corporativa.

O Brasil passou por diversas transformações na década passada que resultaram tanto em melhores práticas de governança quanto em maior liquidez no mercado e maior nível de transparência de informações. Dentre as principais modificações ocorridas no mercado nacional está a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa.

Brugni et al.(2013) comentam que os níveis diferenciados de governança corporativa foram criados no ano 2000 com o objetivo de fortalecer a governança das firmas ao demandar práticas além das requeridas legalmente. Desse modo, os autores destacam que existem três níveis diferenciados de listagem: o nível 1, o nível 2 e o novo mercado, sendo o nível 1 com menor número de requerimentos e o novo mercado o mais exigente em suas requisições. A listagem em quaisquer desses níveis é voluntária e ocorre via contrato com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O quadro 1 fornece informações mais detalhadas acerca das diferenças entre os níveis.

Diversos são os requisitos para cada um dos níveis de listagem, cujo objetivo é o de aumentar a transparência e a confiança do fornecedor de capital das firmas que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Nesse sentido, algumas pesquisas buscam associar o fato de determinadas empresas estarem em níveis diferenciados de

governança corporativa com certas práticas que, embora não sejam requisitadas pela CVM, espera-se que essas firmas adotem em função de seu status quo no mercado, a exemplo do problema de pesquisa tratado no presente trabalho. Existe também na literatura nacional uma gama de evidências acerca da relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e características como valor de mercado das firmas, desempenho financeiro e operacional e risco de investimento.

Brugni et al. (2012) examinaram se um dos objetivos básicos da criação dos níveis diferenciados de governança estava sendo alcançado no mercado brasileiro. Com uma amostra de 630 observações os autores investigaram, usando o modelo de *valuation* de Ohlson (1995), se as firmas com níveis diferenciados de governança corporativa possuíam maior valor de mercado frente a firmas que estavam fora dos segmentos especiais no período de 2004 a 2010. Seus achados corroboram em certo grau o estudo de Silveira Barros e Famá (2004) e indicam que firmas listadas no nível 2 e novo mercado transmitem sinais importantes de boas práticas ao mercado, traduzindo em maior valoração por parte dos investidores, principalmente para empresas estatais e familiares. Camargos e Barbosa (2010) testaram a relação entre os níveis diferenciados e a liquidez do mercado por intermédio de um estudo de evento e constataram aumento de liquidez tanto para as ações preferenciais quanto para as ordinárias, principalmente no longo prazo, em relação às ações de firmas que não aderiram a segmentos diferenciados de governança, corroborando as afirmações de Welker (1995). Já Geocze (2010) identificou as vantagens de se investir em firmas que aderem aos níveis diferenciados, cujo índice que as representa apresentou no período estudado um retorno maior do que a taxa básica de juros Selic – referência de remuneração para investidores no país –, com destaque para a menor volatilidade em relação a índices como IBOV, IBRX, IBRX50 e ISEE para o período de 2005 a 2008.

**Quadro 1: Características inerentes aos Segmentos de listagem diferenciados de GC.**

	NM	N2	N1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
<b>Distribuições de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
<b>Vedação a disposições estatutárias</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
<b>Vedação à acumulação de cargos</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
<b>Obrigações do Conselho de Administração</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
<b>Demonstrações</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos</b>	Obrigatório			Facultativo	
<b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (legislação)
<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem</b>	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Adaptado de Brugni (2012, p.40)

## 2.2 Governança Corporativa e Disclosure Timeliness

O *disclosure* possui um papel basilar para o funcionamento do mercado de capitais e é essencial para que os investidores possam realizar avaliações mais acuradas sobre suas tomadas de decisões de investimento. O atraso na divulgação das demonstrações contábeis representa uma

decisão voluntária relacionada ao *disclosure* corporativo e pode, portanto, ser usada para testar teorias de decisão de *disclosure* (LEVENTIS e WEETMAN, 2004). A literatura evidencia diversos fatores que afetam o nível de *disclosure* e, nesse sentido, o nível de governança corporativa, independente da forma como ela é medida, pode ser um fator importante nas decisões de *disclosure* das firmas principalmente em um país onde o conflito de agência é ditado pela relação entre acionistas controladores e minoritários.

Um maior *disclosure* reduz a assimetria informacional por diversos motivos (WELKER, 1995; KANDA, 1999 e VERRECCHIA, 2001). Um deles está relacionado à oportunidade na divulgação das informações. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), estabelece em seu item 3.4 que a firma "... deve garantir que sejam prestadas aos *stakeholders* as informações de seu interesse [...] tão logo estejam disponíveis", sendo que "toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados" (IBGC, 2010, p.54). O artigo 28 da Instrução CVM no. 480 de 2009 também estabelece uma data limite para a divulgação das demonstrações anuais – dia 31 de março do ano subsequente ao encerramento do exercício – e, por esse motivo, as firmas brasileiras possuem até noventa dias para publicar suas demonstrações do exercício anterior na forma regulamentar.

Já é amplamente sabido pela academia, desde as pesquisas seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que a divulgação das informações contábeis promovem alterações na decisão de investimentos no mercado e, nesse contexto, divulgações mais oportunas poderiam ser consideradas como características de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas. Ishak et al. (2010) comentam que uma das principais causas nos atrasos de publicações na Malásia diz respeito ao atraso da auditoria (medido pelo período compreendido entre a data do balanço e a data do *audit reporting*). Os autores estudaram 198 firmas em 2007 e identificaram que a concentração de propriedade e a forte participação institucional e de estrangeiros na estrutura possuem impacto no atraso da auditoria e, conseqüentemente, no atraso da divulgação das informações financeiras ao público. Nesse sentido, não é difícil identificar resultados semelhantes ao redor do mundo, a exemplo de Ashton, Graul e Newton (1989), Leventis e Weetman (2004), Ahmed et al. (2011) e Badertscher e Burks (2011), sendo este último com enfoque no atraso da divulgação em relação a republicações e tempo de auditoria das demonstrações.

Outra característica importante relacionada à oportunidade na divulgação de informações pode ser encontrada em Gigler e Hemmer (2001). Os autores desenvolveram uma teoria que relaciona o viés na divulgação de relatórios financeiros com incentivos de gestores para divulgar oportunamente as demonstrações financeiras. Para os autores, firmas com contabilidade mais conservadora são menos prováveis de divulgarem voluntariamente as demonstrações de forma oportuna do que firmas menos conservadoras.

Embora não seja um requisito específico de nenhum dos níveis de governança corporativa, espera-se que as empresas listadas nos níveis diferenciados possuam decisões de *disclosure* mais fortemente relacionadas com a redução da assimetria de informações do que firmas que não estão listadas nesses tipos especiais de governança. Contudo, há que se destacar que existe na literatura a presença de discussões sobre a possibilidade de existência de uma relação substituta entre nível de governança corporativa e nível de *disclosure*, sugerindo que um mecanismo poderia substituir o outro, ou seja, empresas com menor nível de governança corporativa poderiam apresentar maior nível de *disclosure* a fim de compensar o menor nível de monitoramento interno, fornecer mais informação para previsão de analistas e atrair investidores externos (IRANI e OESCH, 2013; CORMIER, 2012; LANZANA, 2004).

### 3 METODOLOGIA

Com o objetivo de analisar a relação existente entre nível de governança corporativa e rapidez na divulgação dos demonstrativos financeiros foi realizado um estudo estatístico embasado na técnica Análise de Correspondência (ANACOR).

Hair, Andersen, Tatham e Black (2005, p. 441), descrevem a ANACOR como uma das técnicas desenvolvidas para analisar relações não lineares e dados com respostas categóricas, medidas em termos nominais, e tendo como principal objetivo agrupar variáveis altamente associadas, construindo a representação das relações entre as categorias das variáveis em um mapa perceptual.

De acordo com Fávero, Belfiore e Figueira Júnior (2006) o método estatístico ANACOR, “consiste de duas etapas básicas, referentes ao cálculo da medida de associação e à criação do mapa perceptual. A ANACOR utiliza o teste  $\chi^2$  para padronizar os valores das frequências e formar a base para as associações. A partir de uma tabela de contingência, calculam-se as frequências esperadas e o valor do  $\chi^2$  para cada célula, considerando-se as diferenças entre as frequências observadas e as esperadas. Assim, com as medidas padronizadas da associação, a ANACOR cria uma medida em distância métrica e cria projeções ortogonais sobre as quais as categorias podem ser alocadas, de forma a representar o grau de associação dado pelas distâncias  $\chi^2$  em um espaço dimensional.”

Para o estudo foram coletados dados no site da BMF&Bovespa das datas de divulgação das demonstrações anuais das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa para os anos de 2012 e 2013. A escolha da amostra apenas com empresas listadas nos níveis diferenciados se deve ao fato de estas empresas terem migrado nos últimos anos para um modelo com maior enfoque no *disclosure* de informações, e caso fossem analisadas todas as empresas da BMF&Bovespa, teria-se na amostra algumas empresas com menor enfoque o que poderia gerar um viés na análise realizada.

A amostra inicial continha um total de 365 observações, resultantes das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa nos anos de 2012 e 2013. As eliminações realizadas na amostra ocorreram pelo fato de a empresa não divulgar seus resultados ou de estes terem sido divulgados posteriormente a data limite permitida para a divulgação das demonstrações anuais que é o dia 31/03 do ano subsequente ao encerramento do exercício (artigo 28 da Instrução CVM 480/09), o que delimitou a amostra em 332 observações, em um total de 173 empresas.

Feito isso, o período de divulgação das informações contábeis anuais foi dividido de acordo com a seguinte metodologia: a data da primeira divulgação foi considerada a data-base zero e as demais datas foram sendo ajustadas pela diferença de dias entre, a divulgação dos resultados da empresa e a data-base para os dois períodos de estudo.

Para exemplificar, utilizam-se as demonstrações de 2012, referentes ao ano de 2011. A primeira empresa da base a divulgar suas demonstrações contábeis as divulgou em 31/01/2012, e o último dia previsto para a divulgação foi o dia 31/03/2012, o que gera um período de divulgação de 60 dias. Se determinada empresa divulgou suas demonstrações dia 15/02/2012, estará inserida no período de 0 a 20 dias, pois divulgou 15 dias após a primeira empresa. Se esta empresa divulgasse no dia 08/03/2012, estaria inserida no período 20 a 40 dias, pois divulgou 37

dias após a primeira empresa.

A amostra foi subdividida em três períodos, 0 a 20 dias, 21 a 40 dias e 41 a 60 dias, de forma a espaçar os 60 dias (período entre a primeira divulgação e a última dentro da data limite em ambos os anos) em três períodos iguais e facilitar a construção do mapa perceptual, possibilitando a proximidade de um período com um nível de governança corporativa e, nos três níveis diferenciados de governança corporativa conforme a tabela de contingência abaixo:

**Tabela 1: Níveis de Governança Corporativa x Data de Divulgação**

	0 a 20 dias	21 a 40 dias	41 a 60 dias	Total
<b>Nível 1</b>	18	23	29	70
<b>Nível 2</b>	10	11	16	37
<b>Novo Mercado</b>	25	74	126	225
<b>Total</b>	53	108	171	332

Fonte: Elaborado pelos autores.

#### 4. RESULTADOS

Após a estruturação da tabela de contingência, a amostra está preparada para iniciar o processo da técnica ANACOR. O próximo passo é a realização do teste qui-quadrado, com a hipótese nula de que não existe associação entre as variáveis, ou seja, há aleatoriedade na combinação das variáveis categóricas. A realização do teste para a amostra acima mostra um valor para a estatística qui-quadrado na ordem de 13,17 com p-valor de 0,01, com isso a hipótese nula de que não existe associação entre as variáveis é rejeitada.

A rejeição da hipótese nula pode começar a ser entendida por meio da tabela em linha (Tabela 2) que mostra o percentual de demonstrações financeiras divulgadas para cada período e para cada nível diferenciado de governança corporativa, onde já se percebe um maior percentual de empresas do novo mercado posicionadas no período de divulgação de 41 a 60 dias

**Tabela 2: Níveis de Governança Corporativa x Data de Divulgação (em linha)**

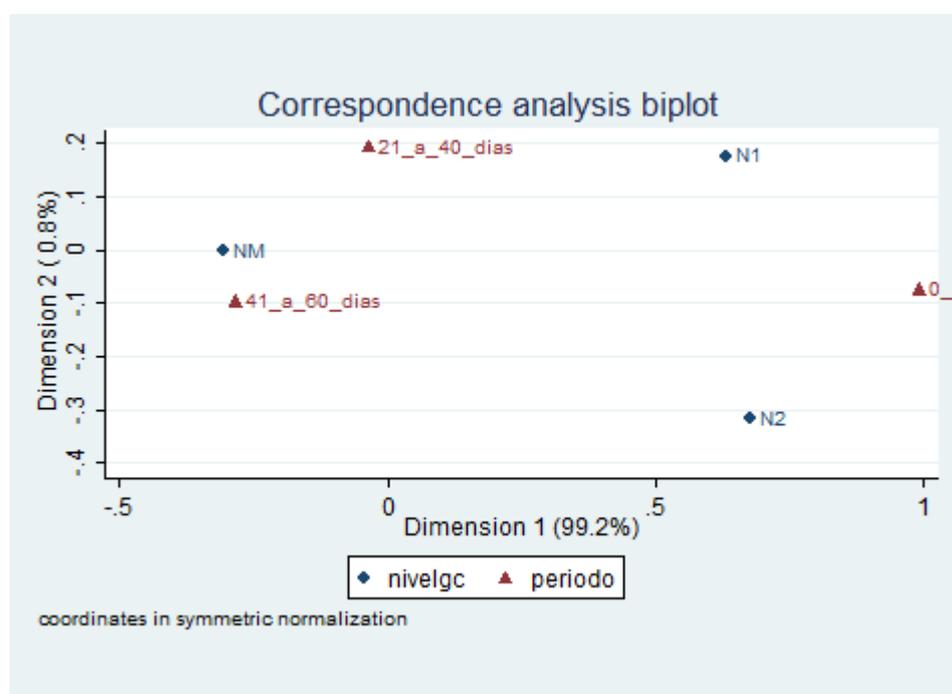
	0 a 20 dias	21 a 40 dias	41 a 60 dias	Total
<b>Nível 1</b>	18	23	29	70
	25.7%	32.9%	41.4%	100.0%
<b>Nível 2</b>	10	11	16	37
	27.0%	29.7%	43.2%	100.0%
<b>Novo Mercado</b>	25	74	126	225
	11.1%	32.9%	56.0%	100.0%
<b>Total</b>	53	108	171	332

Fonte: Elaborado pelos autores.

O próximo teste a ser realizado é a análise de correspondência, onde poderá ser observada com maiores detalhes a associação já verificada na rejeição da hipótese nula do teste qui-quadrado e também como ocorre esta associação, ou seja, quais níveis de governança corporativa se associam à rapidez ou demora na divulgação dos resultados, que é o objetivo deste trabalho. O mapa perceptual na Figura 1 foi gerado por meio da ANACOR e derivou duas dimensões para a projeção plana das categorias das variáveis, mostrando de maneira gráfica a associação existente entre as variáveis.

A proximidade entre determinado índice de governança corporativa e o período de divulgação no mapa perceptual indica uma maior associação entre estas variáveis.

**Figura 1: Mapa Perceptual ANACOR**



Fonte: Elaborado pelos autores.

Assim, por meio deste mapa perceptual e considerando o forte domínio da dimensão 1, é possível verificar uma associação da variável novo mercado (NM) com os períodos de 21 a 40 dias e também 41 a 60 dias, sendo a associação mais forte com este segundo período. Essa maior associação entre divulgação das informações contábeis com maior proximidade da data final permitida vai de encontro aos conceitos centrais propostos pelos níveis diferenciados de governança corporativa, cuja informação aos participantes do mercado de capitais chegaria de forma transparente e abrangente, pois a transparência das informações possui certa relação com a rapidez em sua divulgação.

Com isso, era esperado que as empresas classificadas no Novo Mercado possuísem uma divulgação mais rápida quando comparadas as empresas listadas nos Níveis 1 e 2, tendo em vista sua maior transparência e direitos dos acionistas, o que faz com que a hipótese nula proposta no estudo seja rejeitada.

O mapa perceptual ainda mostra certa distância na associação das empresas listadas no Novo Mercado com a divulgação de informações no período de 0 a 20 dias e uma maior proximidade das empresas listadas no Nível 1 e Nível 2 com este mesmo período de divulgação.

Os achados indicam a possibilidade de existência de uma relação substituta entre nível de Governança Corporativa e *Disclosure Timeliness*. Em outras palavras, é possível que firmas que possuem um ambiente de fraco monitoramento por parte dos gestores e controladores possuam incentivos para serem mais transparentes e oportunas quando comparadas a empresas com melhores estruturas de monitoramento, a fim de compensar os atuais investidores (pelo fato dessas firmas não possuírem um nível mais alto de governança corporativa) e atrair investidores potenciais. Admitindo que firmas com alto nível de governança corporativa possuem controles internos mais rígidos, na forma de conselhos e comitês mais estruturados, membros mais qualificados e gestão mais profissionalizada, tais firmas não teriam incentivos para serem mais transparentes, visto que o papel de monitoramento dos gestores e controladores estariam sendo feitos a contento internamente.

Por outro lado, é preciso reconhecer os limites da pesquisa em tela. A hipótese de substituição pode ser falseada, ou mesmo fortalecida, ao admitir outras características até então não consideradas nesta pesquisa em função de seu caráter exploratório. Características como estrutura de propriedade, tipos de controle e risco de litígio podem alterar os incentivos de *disclosure* de firmas listadas em um mesmo nível diferenciado de governança.

Adicionalmente, torna-se mister salientar que o objetivo da pesquisa foi de explorar possíveis relações entre oportunidade no *disclosure* e o nível de governança da firma. Nesse sentido, o *paper* contribui para a discussão sobre o tema na medida em que abre uma janela de pesquisa importante para ajudar no entendimento sobre possíveis incentivos no atraso ou na antecipação de divulgação de informações contábil-financeiras por firmas de características distintas, tanto de governança quanto de estrutura de capital, de propriedade, entre outros.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os níveis diferenciados de governança corporativa fornecem ao investidor e aos demais usuários das informações contábeis uma série de garantias e informações adicionais quando comparados com as empresas que não fazem parte dos níveis. Entretanto era de se esperar que as empresas participantes do Novo Mercado obtivessem uma transparência e rapidez na divulgação de informações ainda superior aos níveis 1 e 2, e a técnica estatística Análise de Correspondência mostrou que existe uma associação maior entre as empresas contidas no Novo Mercado e as demonstrações contábeis divulgadas nas datas mais próximas ao encerramento do período exigido de divulgação, o que vai de encontro com o esperado.

Outros trabalhos na área verificaram que esta relação pode ser considerada substituta, onde a rapidez buscaria suprir um menor monitoramento interno. Entretanto os autores não acreditam que esta relação seja algo que impactou de maneira considerável os resultados, tendo em vista que as demonstrações contábeis anuais fornecerem um espaçamento entre o ultimo dia relativo as demonstrações (31/12) e a data final para publicação (31/03) muito superior às divulgações trimestrais, onde todos os processos internos de monitoramento também são feitos em um espaço de tempo bem inferior para as mesmas empresas da amostra.

Com isso a contribuição do presente estudo é a conclusão de que as empresas do Novo Mercado têm uma agilidade inferior às demais empresas no que tange a divulgação das informações contábeis. Um dos possíveis motivos para esta ocorrência seria o maior número de informações a serem divulgadas, porém as empresas classificadas como Nível 2 de Governança Corporativa divulgam informativos bem semelhantes às do Novo Mercado e possuem prazo médio de divulgação inferior, o que faz com que não seja possível por meio da análise e técnica

estatística utilizada no estudo entender o porquê desta agilidade inferior.

Entretanto, as causas dessa menor rapidez não foram o foco do estudo, e com isso não é o objetivo chegar a uma conclusão a respeito deste porquê, o que pode servir de sugestão de problema para futuras pesquisas.

## REFERÊNCIAS

AHMED, A. A. A., DEY, M. M., AKHTER, W., RAZA, A. Timeliness attributes and the extent of accounting disclosure: a study of banking companies in Bangladesh. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, v.3, n.1, 2011.

ASHTON, R. H., GRAUL, P. R., NEWTON, J. D. Audit delay and the timeliness of corporate reporting. **Contemporary Accounting Research**, v.5, n.2, pp. 657-673, 1989.

BADERTSCHER, B. A., BURKS, J. Accounting restatements and the timeliness of disclosures. **Accounting Horizons**, v.25, n.4, pp. 609-629, 2011.

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

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**. (Supplement): p. 62-92, 1968.

BRUGNI, Talles V. Conselhos de administração: uma análise das suas características e impacto sobre as firmas no mercado acionário brasileiro. **Dissertação de mestrado** – Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), 100p., Espírito Santo, 2012. Disponível em: <[http://www.bdt.d.ufes.br/tesdesimplificado/tde\\_arquivos/36/TDE-2012-10-17T154431Z-841/Publico/Talles%20Vianna%20Brugni.pdf](http://www.bdt.d.ufes.br/tesdesimplificado/tde_arquivos/36/TDE-2012-10-17T154431Z-841/Publico/Talles%20Vianna%20Brugni.pdf)>

BRUGNI, T. V., BORTOLON, P. M., de ALMEIDA, J. E. F., & PARIS, P. K. S. Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. **International Journal of Disclosure and Governance**, 2013. DOI: 10.1057/jdg.2013.22

BRUGNI, T. V., SARLO NETO, A., BORTOLON, P. M., GOES, A. O. S. Different Levels of Corporate Governance and The Ohlson Valuation Framework: The Case of Brazil. **Corporate Ownership & Control** (Print), v. 9, p. 486-498, 2012.

CAMARGOS, M. C., BARBOSA, F. V. de. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas no mercado brasileiro. **Revista de Gestão da USP (REGE)**, São Paulo, v.17, n.2, p.189-208, abr/jun 2010.

CORMIER, D. On the relevance of social and environmental disclosures and corporate governance for financial analysts forecasts: Canadian evidence, 2012.

FÁVERO, Luiz Paulo, BELFIORE, Patrícia, SILVA, Fabiana Lopes da, CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

FÁVERO, L. P. L, BELFIORE, P. P, FIGUEIRA JUNIOR, M. F. Utilização da Anacor para a identificação de meios de pagamento em populações de média e baixa renda. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO, 11, **Anais...**, São Paulo, 2006.

GEOCZE, Z. B. Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. **Revista de Finanças Aplicadas**, pp. 1-23, 2010.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4ª ed., 2010.

IRANI, R. M., OESCH, D. Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experiment. **Journal of Financial Economics**, 2013, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.021>.

ISHAK, I., SIDEK, A. S. M., RASHID, A. A. The effect of company ownership on the timeliness of financial reporting: empirical evidence from Malaysia. **Unitar E-Journal**, v.6, n.2, Jun, 2010.

KANDA, H. Disclosure and corporate governance: a Japanese perspective. In: **CONFERENCE ON CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA**, Seoul, 3-5 Mar, 1999.

LA PORTA et al.. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v.106, p.1113-1155, 1998.

LANZANA, A. P. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. **Dissertação de mestrado** – Universidade de São Paulo (USP), 154p., São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11022005-094807/publico/DissertacaoAnaPaulaLanzana.pdf>>

LEARMOUNT, Simon. **Corporate governance: what can be learned from Japan?**. Oxford University Press, reprinted 2004.

LEVENTIS, S., WEETMAN, P. Timeliness of financial reporting: applicability of disclosure theories in an emerging capital market. **Accounting and Business Research**, v.34, n.1, pp. 43-56, 2004.

MALLIN, Christine A. **Corporate governance**. Oxford, 2010.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, 52, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. M., BARROS, L. A. B., FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4, Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2004.

OHLSON, James A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary**

**Accounting Research**, vol. 11, No.2, pp. 661–687, 1995.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, 32, 00. 97-180, 2001.

WELKER, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, vol. 11, No.2, pp. 801-827, 1995.