A Relação entre o Tipo de Notícia e a Data de Divulgação das Informações Contábeis no Mercado Brasileiro

Anderson Brito Vivas (Mestre em Ciências Contábeis)
Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE.
andersonvivas@gmail.com
Felipe Ramos Ferreira (Doutor em Ciências Contábeis e Administração)
Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE.
felipe.ramos@fucape.br

Resumo
Este estudo teve como objetivo analisar se o tipo de notícia influencia a data de divulgação das informações contábeis das companhias brasileiras. Mais especificamente, avaliar se o tipo de notícia divulgada ao mercado (boa ou má notícia) pode ser um fator determinante para a postergação ou adiantamento na data de entrega das informações contábeis. Os resultados encontrados confirmam a hipótese de pesquisa de que empresas com más notícias postergam a divulgação das informações contábeis em relação às datas esperadas. Conclui-se também, a partir dos resultados secundários que empresas de maior endividamento e maior retorno sobre seus ativos possuem menor probabilidade de atrasar a entrega das informações contábeis aos participantes do mercado.

Palavras-chave: *Disclosure*; Tipo de notícia; Tempestividade; Data de divulgação.

1 Introdução

De acordo com Beyer et. al (2010), a informação contábil desempenha dois papéis importantes em economias de mercado: permitir que os provedores de capital avaliem o potencial de retorno das oportunidades de investimento e permitir, também, que os provedores de capital monitorem o uso de seu próprio capital, uma vez comprometido. Dessa forma, a demanda por informações contábeis pelos participantes do mercado surge devido à assimetria de informações e ao problema de agência (BEYER ET. AL, 2010).

Segundo Brown, Hillegeist e Lo (2004), a assimetria de informações é um conceito fundamental na contabilidade, pois impulsiona a demanda por divulgações de informações financeiras de forma mais transparente. A teoria econômica sugere que uma maior divulgação reduz a assimetria da informação porque reduz, de maneira direta, a quantidade de informações privadas em relação às informações disponíveis publicamente e diminui ainda, de maneira indireta, os incentivos de busca por informações privadas.

O problema de agência, por sua vez, foi definido por Ross (1973) como sendo a divergência de interesses que pode surgir quando ocorre a separação entre a propriedade e o gerenciamento do capital. Como os interesses do principal e do agente podem divergir, as ações tomadas pelo agente podem, muitas vezes, não estar em conformidade com as diretrizes estabelecidas pelo principal, fazendo com que se torne necessária a implementação de mecanismos de controle das atividades do agente pelo principal (MENDES, 2001).

Para Kirch, Lima e Terra (2012), a utilidade da informação contábil não está relacionada apenas à sua natureza e ao seu conteúdo, mas também ao momento em que é divulgada, ou seja, se a informação contábil é tempestiva. Informações relevantes aos participantes do mercado podem não ter utilidade caso não sejam divulgadas tempestivamente ao público. Portanto, a qualidade das informações divulgadas deve levar em conta a tempestividade que as referidas informações são disponibilizadas aos usuários.

As conclusões de Graham, Harvey e Rajgopal (2005) indicam que os diretores financeiros entendem que o Resultado é a principal métrica utilizada pelos participantes do mercado. Referidas conclusões também indicam que os dois indicadores de rendimento mais importantes são os resultados trimestrais em relação ao mesmo trimestre do ano imediatamente anterior, bem como as estimativas dos analistas de mercado. Os executivos acreditam que alcançar os resultados esperados constrói a credibilidade da companhia perante o mercado e ajuda a manter ou aumentar o preço de suas ações (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

Nota-se, ainda, que a relevância do papel que as informações contábeis desempenham no mercado, a importância dada aos resultados pelos diretores financeiros, a maneira em que as divulgações reduzem a assimetria de informações no mercado e os problemas de agência são fatores diretamente influenciados pela tempestividade. Em linha com Kirch, Lima e Terra (2012), a entrega tempestiva da divulgação dos resultados das Companhias aos seus *stakeholders* é de suma importância.

Referida tempestividade se relaciona com um dos temas de *disclosure* bem explorados na literatura internacional, qual seja, o momento da entrega das informações contábeis ao mercado. Alguns dos estudos existentes envolvendo empresas do mercado estrangeiro (BAGNOLI; KROSS; WATTS, 2002; HAW; QI; WU, 2000) sugerem que, quando a Administração da empresa divulga as informações contábeis em data posterior a data esperada, é provável que o relatório divulgado seja objeto de más notícias.

Essa temática foi pouco abordada em pesquisas realizadas com empresas listadas no mercado brasileiro. Os estudos existentes envolvendo empresas no Brasil (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; BARCELLOS; JÚNIOR; LAURENCE, 2014; PAIXÃO; AVELINO; TAKAMATSU, 2017) focam, basicamente, nas determinantes da defasagem das Demonstrações Contábeis, ou seja, o que determina uma empresa a divulgar seu relatório mais cedo ou mais tarde, considerando os dias corridos da data base até a data de divulgação, sem abordar as possíveis causas da postergação ou adiantamento da entrega das informações ao público em relação a data esperada de divulgação. A diferença entre os conceitos de defasagem e postergação estão demonstradas abaixo:

Defasagem (Pesquisas anteriores realizadas no mercado brasileiro) – Diferença de dias corridos entre a data de divulgação das Demonstrações Contábeis e a data base das referidas Demonstrações. Portanto, se uma empresa divulga o relatório de data base 31 de dezembro de 2016 no dia 16 de março de 2017 a defasagem na entrega das Demonstrações Contábeis foi de 75 dias.

Postergação ou adiantamento (Metodologia proposta neste trabalho) – Se a mesma empresa mencionada acima tenha publicado as Demonstrações Contábeis do exercício findo em 31 de dezembro de 2015 no dia 08 de março de 2016 (terça-feira) então o mercado espera que as Demonstrações contábeis do exercício findo em 31 de dezembro de 2016 sejam divulgadas no mesmo dia da semana do ano anterior, ou seja, no dia 07 de março de 2017 (terça-feira). Neste exemplo, as Demonstrações foram entregues com 9 dias de atraso em relação a data esperada pelos participantes do mercado.

Para atender aos objetivos desse estudo, foi adotado como data esperada para entrega das informações contábeis ao mercado o mesmo dia da semana utilizado para a divulgação no período correspondente do ano imediatamente anterior. Como divulgação de boa notícia as empresas que apresentaram resultado (lucro) líquido superior ao resultado (lucro) líquido do período comparativo e, como má notícia, as que divulgarem resultado (lucro) líquido inferior ao período comparativo.

O *design* da pesquisa atual diferencia-se de várias formas dos designs de pesquisas elaboradas anteriormente no mercado brasileiro, principalmente no que tange a análise entre postergação/adiantamento na entrega das informações e defasagem da entrega das Demonstrações. Acredita-se que as empresas mantenham um padrão de divulgação das

Demonstrações Contábeis e que respeitam esse padrão em condições normais de divulgação. Além disso, analisando a postergação ou adiantamento na entrega das informações contábeis, é possível analisar e entender a decisão dos gestores em relação ao *timing* do *disclosure* e como os resultados apresentados podem influenciar nessa decisão.

Os resultados encontrados por Graham, Harvey e Rajgopal (2005), conforme mencionado, indicam que os diretores financeiros entendem que o Resultado é a principal métrica utilizada pelos participantes do mercado. Portanto, deve-se levar em consideração que a explicação de resultados ruins pode levar mais tempo a ser contado aos participantes do mercado, dado que notícias ruins são mais difíceis de serem contadas quando comparadas as boas notícias.

Em complemento aos resultados apontados acima, evidências encontradas por Moreira et. al (2016) em análise das *conference calls* indicam que os gestores, de forma voluntária, divulgam mais informações durante sua apresentação quando a empresa tem prejuízo do que quando a empresa tem lucro. Observado isto, nota-se que o tipo de notícia pode influenciar o momento da divulgação dos resultados por parte dos gestores das Companhias bem como o conteúdo divulgado nos relatórios Contábeis.

O fato da postergação/adiantamento na entrega das Demonstrações Contábeis ao mercado ser um tema pouco abordado nas pesquisas acadêmicas desenvolvidas com base no mercado acionário brasileiro aumenta a relevância do assunto, que é debatido pelos participantes do referido mercado. Nota-se ainda que, com o processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é necessário a evolução de modelos capazes de auxiliar na antecipação dos tipos de notícias a serem divulgadas pelas empresas de capital aberto

Diante do acima exposto, acredita-se que a abordagem do tema além de ser relevante para a evolução do mercado acionário brasileiro em relação aos modelos preditivos utilizados pelos participantes do mercado, auxilia também o desenvolvimento da literatura de *disclosure* contábil no Brasil.

Em vistas da inexistência de pesquisas no mercado brasileiro, até onde é de conhecimento dos autores, que analisem os fatores envolvidos na postergação ou no adiantamento da entrega das informações contábeis em relação a data de divulgação esperada, surgiu o seguinte questionamento: existe relação entre o tipo de notícia e a postergação ou adiantamento da data de entrega das informações contábeis no mercado brasileiro?

O objetivo do presente trabalho é analisar se o tipo de notícia influencia a data de divulgação das informações contábeis das Companhias brasileiras. Mais especificamente, tem por objetivo avaliar se o tipo de notícia divulgada ao mercado pode ser um fator determinante para a postergação ou adiantamento da data de divulgação das informações contábeis ao referido mercado.

A amostra foi formada por 6.238 divulgações trimestrais e anuais de empresas listadas na B3, do período compreendido entre os anos de 2010 e 2016. As datas de divulgação das empresas foram coletadas manualmente. Foram desconsiderados da análise os trimestres em que houve reapresentação das Demonstrações Contábeis, bem como a data estimada de divulgação para o exercício seguinte. Conforme mencionado anteriormente, como *benchmarking* para a definição de boa e má notícias, utilizamos a natureza do resultado, ou seja, se o resultado apresentado for igual ou superior ao mesmo período do ano imediatamente anterior, trata-se de boa notícia caso contrário, trata-se de má notícia.

Assim, essa pesquisa contribui para o avanço da literatura de *disclosure* no Brasil, mais especificamente no que tange à relação entre a postergação ou o adiantamento da entrega dessas informações quando comparada a data esperada pelos participantes do mercado e o tipo de notícia divulgada. Contribui, em ordem prática, com os participantes de mercado (investidores, gestores, analistas de mercado, etc.), ajudando-os a entender referida relação entre a postergação ou antecipação da entrega das Demonstrações Contábeis e o desempenho das

empresas, além da melhor compreensão acerca dos mecanismos de *disclosure* utilizados pelas empresas no Brasil.

2 Referencial Teórico

De acordo com Dantas et. al (2005), o objetivo da Contabilidade é fornecer informações relevantes aos *stakeholders* e, entre seus objetivos, destaca-se a divulgação dessas informações aos tomadores de decisões. Para que as Demonstrações Contábeis sejam relevantes aos seus usuários, elas devem possuir as divulgações necessárias para refletir adequadamente ao leitor o momento econômico e financeiro da Companhia analisada.

Um desafio crítico para qualquer economia é a alocação ótima da poupança em oportunidades de investimento. Os empresários normalmente possuem melhores informações do que os poupadores sobre o valor das oportunidades de investimento de negócios, e possuem incentivos, também, para exagerar seu valor. Os poupadores, portanto, enfrentam um problema de assimetria de informação quando fazem investimentos em empreendimentos comerciais e, uma vez que os poupadores investiram em seus negócios, os empresários têm um incentivo para expropriar suas economias, criando um problema de agência (HEALY; PALEPU, 2001).

Em pesquisa realizada por Kross e Schroeder (1984) no mercado norte-americano, estudou-se a associação entre o tipo de notícia relatada e a data de divulgação das informações contábeis trimestrais, bem como o impacto da data de divulgação nos retornos anormais sobre os valores das ações. Os retornos anormais das empresas que divulgaram cedo foram significativamente maiores do que os retornos das empresas que anunciaram tarde, e vice-versa.

Já Bagnoli, Kross e Watts (2002) analisaram o desempenho das empresas em que a administração ultrapassa sua própria data esperada de divulgação (capturada por empresa especializada), e os resultados apontam que o relatório divulgado apresenta más notícias – e quanto maior o atraso, pior a notícia. Surpreendentemente, em 91% dos atrasos, os analistas de mercado não atualizaram a estimativa de resultado por ação em resposta ao atraso na divulgação. No entanto, os retornos médios nos dias seguintes de negociação em relação à data esperada do relatório são negativos, e significativamente diferente de zero.

Os resultados encontrados por Rambo (2005), por sua vez, indicam que a reação do mercado a ganhos inesperados para as empresas que reportaram em atraso é menor do que a reação para as empresas que reportam mais cedo, consistente com o argumento de que o mercado considera a data de divulgação de resultados como um sinal de uma possível administração de resultados. A diferença entre os retornos inesperados das empresas que divulgaram suas informações antecipada e tardiamente pode ser vista como uma avaliação da probabilidade de gestão de resultados que o mercado atribuiu aos anúncios.

Trueman (1990) analisou duas explicações alternativas para a variação no preço da ação quando o relatório de divulgação é atrasado ou adiantado. Ambas as análises tinham como base a premissa de que algumas empresas com ganhos desfavoráveis aumentam sua receita reportada através de gerenciamento de resultados. Em um caso, o gerenciamento de resultados exigiu um atraso no relatório, enquanto no outro caso um atraso foi causado pelo desejo do gerente de observar primeiro os ganhos de outras empresas. Ambos os casos analisados conduzem a reações por parte do mercado positivas quando os relatórios sãoé adiantados, e negativas quando são atrasados, em conformidade com os achados empíricos anteriores.

Chen, Cheng e Gao (2005) avaliaram a data de anúncio de resultados no mercado chinês, um dos poucos mercados do mundo com um período de divulgação de quatro meses. Os resultados apontam que as empresas que fazem divulgações antecipadas tendem a surpreender o mercado, como indicado pelas maiores reações em relação ao volume de negociações e ao preço das ações. Em contrapartida, anúncios posteriores são mais previsíveis, como indicado pelas menores reações em relação ao volume de negociação e ao preço das ações.

Ainda em relação ao mercado chinês, Haw, Qi e Wu (2000) concluíram que empresas com boas notícias reportam seus resultados antes das empresas com más notícias. Em conformidade com pesquisas anteriores, concluíram, também, que as empresas aceleram ou atrasam a divulgação dos resultados em relação ao seu padrão de divulgação dependendo do tipo de notícia a ser divulgada. Com base na discussão apresentada e em linha com Haw, Qi e Wu (2000) em pesquisa realizada no mercado emergente chinês, o presente estudo apresenta a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Empresas com más notícias postergam a divulgação das informações contábeis em relação às datas esperadas.

3 Metodologia de Pesquisa e Análise dos Dados

Para realização desse estudo foram utilizadas todas as sociedades por ações abertas listadas na B3, considerando a obrigatoriedade da divulgação das demonstrações contábeis por tais companhias. Foram analisadas as informações trimestrais e as demonstrações financeiras anuais divulgadas do período de 2010 a 2016.

Para fins desta pesquisa, considera-se como data de divulgação aquela registrada para cada companhia nas demonstrações contábeis ativas na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (www.cvm.gov.br). Os dados com data de entrega das informações contábeis foram coletados manualmente, e os demais dados utilizados foram extraídos da base de dados Economática®.

Foram desconsiderados da base de dados os períodos em que, porventura, as empresas tenham reapresentado suas demonstrações contábeis, tendo em vista que a reapresentação pode alterar o tipo de notícia contida nas referidas demonstrações. Caso tenha havido reapresentação de demonstrações contábeis no período, torna-se inviável, ainda, a estimativa de data de divulgação das referidas demonstrações em períodos subsequentes. A conciliação da base de pesquisa utilizada por este estudo está apresentada na Tabela 1.

Tabela 1 - Conciliação da base de dados

Número de observações inicial (empresa-trimestre)	13.691
Dados comparativos inexistentes (2009 ou 1º ano listada)	(-) 2.026
Exclusão das reapresentações	(-) 3.186
Exclusão dos períodos seguintes as reapresentações	(-) 2.190
Outras exclusões	(-) 49
Número de observações final (empresa-trimestre)	6.238

Diversos métodos podem ser utilizados para classificar o tipo de notícia divulgada pelas empresas como boa ou má. Para fins desse estudo, devido à dificuldade de obtenção de base histórica das previsões de analistas do mercado brasileiro, definimos como divulgação de boa notícia as empresas que apresentaram resultado líquido superior ao resultado líquido do período comparativo e, como má notícia, as que divulgarem resultado líquido inferior ao período comparativo. O método utilizado está em linha com pesquisa realizada com CFOs por Graham, Harvey e Rajgopal (2005), que consideram esse um dos indicadores de rendimento mais importantes para análise de desempenho.

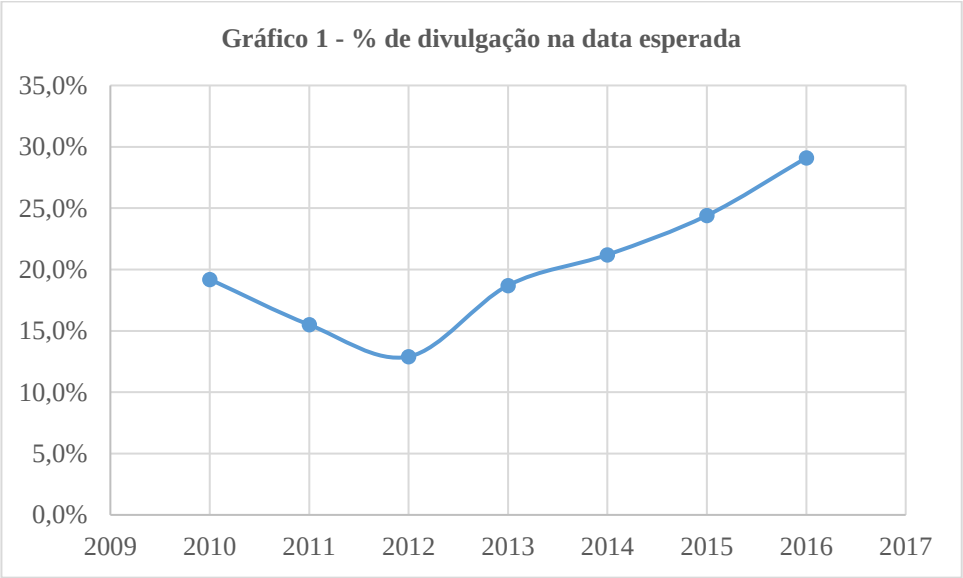
Para estimativa da data de divulgação, foram utilizados três modelos em pesquisas anteriores, quais sejam: as expectativas dos participantes do mercado (analistas, investidores, etc); a estimativa em relação ao mesmo dia do mês de divulgação do exercício anterior; e a estimativa baseada no mesmo dia da semana do exercício anterior. Em pesquisa realizada por Bagnoli, Kross e Watts (2002), foram comparadas a eficácia dos modelos de estimativa utilizados.

As comparações entre os modelos de expectativas de data de divulgação realizadas por Bagnoli, Kross e Watts (2002) sugerem que os participantes de mercado possuem melhores expectativas das datas de divulgação do que aquelas realizadas por modelos de estimativa. A data de divulgação estimada no mesmo dia da semana do exercício anterior, por sua vez, apresenta maior precisão quando comparada à data estimada, com base no mesmo dia do exercício anterior.

Considerando a inexistência de base histórica com expectativa dos participantes do mercado em relação à data de divulgação das empresas brasileiras, para fins desta pesquisa, em linha com o teste de eficácia apresentado por Bagnoli, Kross e Watts (2002), a data esperada de divulgação das informações é o mesmo dia da semana de divulgação do ano anterior, ou seja, se a divulgação de determinado exercício ocorreu no dia 12 de março de 2015, uma quinta-feira, a data esperada de divulgação do exercício seguinte é o dia 10 de março de 2016, também uma quinta-feira. Caso a empresa divulgue seu resultado após a data esperada, então, consideramos que há uma postergação na entrega das informações contábeis aos participantes do mercado.

A Tabela 2 demonstra o comportamento em dias de postergação ou adiantamento da entrega das informações contábeis em relação a data esperada. Podemos acompanhar uma evolução significativa no modelo de estimativa de data ao longo dos últimos anos. Em 2010, 19,2% das empresas entregavam as demonstrações contábeis na data esperada. Por outro lado, em 2016, o percentual de entregas na data foi de 29,1%. No total da amostra, as empresas que entregam as demonstrações na data esperada totalizam 21,2%.

No gráfico 1, é possível acompanhar a evolução percentual da entrega das demonstrações contábeis na data esperada. Nota-se que, em 2016, a precisão do modelo de estimativa (29,6%) se aproxima ao teste realizado por Bagnoli, Kross e Watts (2002) que, em pesquisa realizada no mercado norte-americano com dados de 1996 a 1998, encontraram 33,4% de precisão do mesmo modelo de estimativa. É possível que um dos fatores determinantes para a diferença de precisão do mesmo modelo esteja no nível de desenvolvimento dos mercados onde as pesquisas foram realizadas.

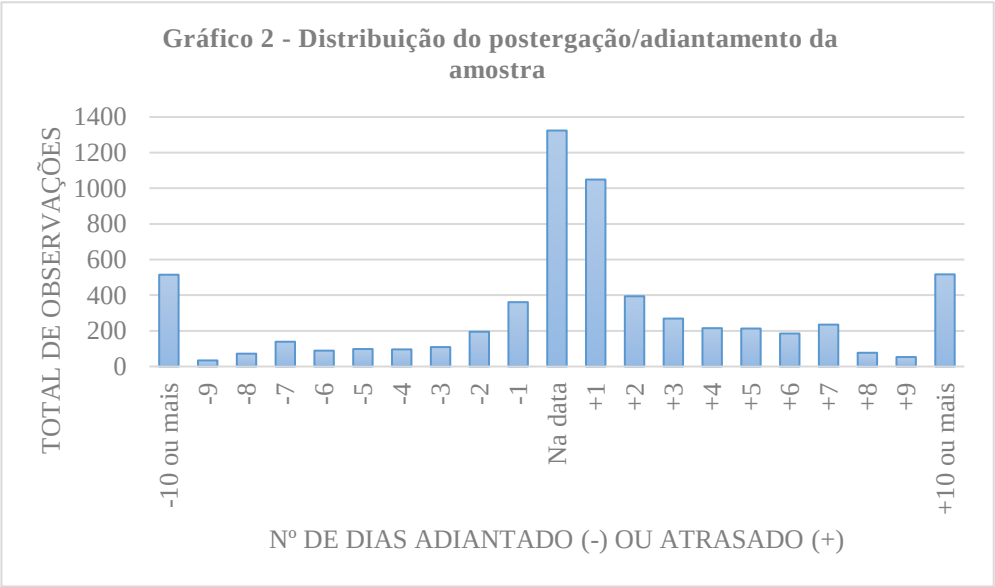


Desconsiderando da análise da postergação e o adiantamento de um dia, conclui-se que, mesmo assim, persiste uma evolução significativa no modelo de estimativa utilizado. Em 2010, 30,2% das empresas entregavam as Demonstrações contábeis um dia antes, um dia depois ou na data esperada, enquanto em 2016 o percentual de entregas foi de 48,7%. No total da amostra, as empresas que entregam nesse intervalo de dias em torno da data esperada totalizam 43,8%.

Tabela 2 - Distribuição da postergação/adiantamento

Nº de dias adiantado (-) ou atrasado (+)	Total amostra	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%
-10 ou mais	515	8,3	54	17,5	51	18,0	99	9,9	80	7,3	88	7,7	60	5,0	83	6,9
-9	34	0,5	1	0,3	2	0,7	8	0,8	8	0,7	7	0,6	3	0,2	5	0,4
-8	72	1,2	4	1,3	5	1,8	15	1,5	12	1,1	15	1,3	8	0,7	13	1,1
-7	139	2,2	1	0,3	9	3,2	36	3,6	20	1,8	27	2,3	30	2,5	16	1,3
-6	89	1,4	3	1,0	3	1,1	17	1,7	11	1,0	19	1,7	21	1,7	15	1,2
-5	98	1,6	8	2,6	3	1,1	19	1,9	30	2,7	9	0,8	14	1,2	15	1,2
-4	96	1,5	2	0,6	9	3,2	20	2,0	18	1,6	16	1,4	15	1,2	16	1,3
-3	109	1,7	1	0,3	7	2,5	23	2,3	12	1,1	22	1,9	22	1,8	22	1,8
-2	195	3,1	5	1,6	11	3,9	44	4,4	33	3,0	31	2,7	23	1,9	48	4,0
-1	361	5,8	10	3,2	19	6,7	56	5,6	49	4,5	63	5,5	77	6,4	87	7,2
Na data	1324	21,2	59	19,2	44	15,5	128	12,9	205	18,7	244	21,2	293	24,4	351	29,1
+1	1049	16,8	24	7,8	34	12,0	116	11,7	239	21,8	253	22,0	233	19,4	150	12,4
+2	394	6,3	11	3,6	20	7,0	68	6,8	73	6,7	90	7,8	78	6,5	54	4,5
+3	269	4,3	10	3,2	18	6,3	38	3,8	35	3,2	55	4,8	48	4,0	65	5,4
+4	215	3,4	10	3,2	5	1,8	87	8,7	25	2,3	27	2,3	30	2,5	31	2,6
+5	213	3,4	10	3,2	3	1,1	70	7,0	36	3,3	28	2,4	31	2,6	35	2,9
+6	185	3,0	14	4,5	10	3,5	46	4,6	30	2,7	17	1,5	36	3,0	32	2,7
+7	235	3,8	9	2,9	6	2,1	26	2,6	42	3,8	50	4,4	45	3,7	57	4,7
+8	77	1,2	4	1,3	0	0,0	12	1,2	16	1,5	7	0,6	21	1,7	17	1,4
+9	53	0,8	0	0,0	0	0,0	3	0,3	17	1,6	11	1,0	14	1,2	8	0,7
+10 ou mais	517	8,3	68	22,1	25	8,8	64	6,4	103	9,4	70	6,1	100	8,3	87	7,2
Total	**6239**	100,0	**308**	100,0	**284**	100,0	**995**	100,0	**1094**	100,0	**1149**	100,0	**1202**	100,0	**1207**	100,0

O Gráfico 2 demonstra o comportamento da distribuição aparentemente normal da postergação ou adiantamento do total da amostra em relação ao agrupamento de empresas que atrasaram ou adiantaram as divulgações das demonstrações contábeis por períodos superiores a dez dias. Percebe-se visualmente no Gráfico 2, a acurácia do modelo de expectativa utilizado na pesquisa, onde grande parte das divulgações ocorrem na data esperada ou próximo a ela.



Para testar a hipótese de pesquisa (Empresas com más notícias postergam a divulgação das informações contábeis em relação às datas esperadas.) foram utilizados os dois modelos de regressão abaixo:

Modelo 1:

$$ATRASO_{it} = \beta 0 + \beta 1UE_{it} + \beta 2\ PREJ_{it} + \beta 3LNATIVO_{it} + \beta 4ROA_{it} + \beta 5\ END_{it} + \beta 6GOV_{it} + \beta 7DEFASAGEM_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2:

$$D_ATRASO_{it} = \beta 0 + \beta 1UE_{it} + \beta 2\ PREJ_{it} + \beta 3LNATIVO_{it} + \beta 4ROA_{it} + \beta 5\ END_{it} + \beta 6GOV_{it} + \beta 7DEFASAGEM_{it} + \varepsilon_{it}$$

A única diferença existente entre os dois modelos apresentados nesta pesquisa está na forma de apresentação da variável dependente atraso. A variável dependente do modelo 1 (ATRASOit) é a diferença de dias entre a data de divulgação e a data esperada de divulgação. A variável dependente do modelo 2 (D_ATRASOit) é uma variável dummy que assume o valor de 1 quando há postergação na entrega das demonstrações contábeis em relação a data esperada, e 0 em caso contrário. O modelo 2 (*dummy*) analisa o impacto apenas da postergação ou não na divulgação das Demonstrações contábeis e o modelo 1 (constante), por sua vez, analisa o impacto dos diferentes tipos de postergação ou adiantamento na entrega das informações contábeis ao mercado.

A variável de interesse da pesquisa *Unexpected Earnings* (UE*it*) representa o tipo de notícia divulgada ao mercado (boa ou má notícia). Esta variável é calculada subtraindo o resultado do exercício t pelo exercício t-1, ponderada pelo ativo do período t para evitar

possíveis distorções na análise, considerando que se espera que empresas de maior porte (que possuem maior ativo) apresentem maiores resultados em seus relatórios contábeis.

Com base na literatura acerca da tempestividade da entrega das informações contábeis, foram incluídas variáveis de controle no modelo utilizado. Algumas dessas variáveis já foram utilizadas em estudos anteriores realizados no mercado brasileiro em relação à defasagem na entrega das informações (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; BARCELLOS; JÚNIOR; LAURENCE, 2014; PAIXÃO; AVELINO; TAKAMATSU, 2017), e demonstraram que efetivamente se relacionam com a data de entrega das demonstrações contábeis.

A variável de controle PREJ*it* foi utilizada no modelo devido ao maior nível de dificuldade relacionado à divulgação de prejuízo ao mercado, em vistas da maior necessidade de explicação pela administração de resultados negativos. PREJ*it* é uma variável binária que assume o valor de 1 caso a empresa tenha apresentado prejuízo no período t, e 0, caso contrário. Utilizamos como controle, ainda, a variável LNATIVO*it*, que é o logaritmo natural do ativo total das empresas no período t, com o objetivo de controlar pela complexidade entre companhias, uma vez que existe uma grande heterogeneidade entre as empresas brasileiras.

Além disso foram utilizadas as variáveis ROA*it*, END*it*, GOV*it* e DEFASAGEM*it*. A variável ROA*it* foi calculada dividindo o resultado apresentado no período t pelo ativo total do período t, e foi utilizada para controlar o retorno pelo tamanho do ativo, já que empresas de maior porte tendem a apresentar resultados maiores do que empresas de menor porte quando comparadas. O END*it* foi calculado por meio da divisão do passivo total pelo ativo total, com o objetivo de controlar devido ao nível de endividamento das empresas, que é um fator de complexidade das Demonstrações Contábeis.

GOV*it*.é outra variável binária utilizada no modelo, que recebe o valor 1 caso a empresa tenha aderido a algum nível diferenciado de governança corporativa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais nível 2), e 0 caso contrário. Foi utilizada pois se acredita que empresas com nível diferenciado de governança corporativa apresentam uma probabilidade menor de atrasar a entrega das Demonstrações Contábeis ao Mercado, dados os mecanismos de governança diferenciados adotados.

A variável DEFASAGEM*it*, por sua vez, é calculada pelo número de dias corridos da data base das Demonstrações Contábeis até a data da divulgação. Foi utilizada como controle pois acredita-se que empresas com maior defasagem (número de dias corridos entre a data base das Demonstrações Contábeis e a data de divulgação) apresentem maior possibilidade de atrasar a entrega das informações aos participantes do mercado.

Com o objetivo de controlar os efeitos fixos de ano e setor foram incluídas variáveis indicadoras para cada ano e setor em ambos os modelos utilizados na pesquisa. Além disso, os dois modelos abordados nesta pesquisa foram rodados com matriz de erro robusta para melhor tratamento estatístico.

4 Análise dos Resultados

Na Tabela 3, nota-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas nos dois modelos. Todas as variáveis foram *winsorizadas* aos níveis 1% e 99% para tratar possíveis *outliers* existentes na amostra e que prejudicam as análises estatísticas caso não sejam devidamente tratados. As variáveis que não foram *winsorizadas* neste estudo são variáveis *dummys* (binárias) e, portanto, não possuem *outliers* em sua amostra.

É possível analisar na Tabela 3 que, em média, as empresas divulgam suas demonstrações contábeis aproximadamente 2 dias antes da data esperada, e que a defasagem média para divulgação dessas demonstrações é de aproximadamente 52 dias. A defasagem média de 52 dias na amostra é impactada tanto pelo prazo máximo de divulgação das informações trimestrais de 45 dias corridos após a data base, quanto pelo prazo máximo da divulgação das demonstrações contábeis anuais, de 90 dias corridos após a data base, conforme

determinado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da Instrução CVM nº 480/09.

Nota-se também, ainda na Tabela 3, que a média da variável PREJ é de aproximadamente 0,38. Por ser uma variável binária, conclui-se que aproximadamente 38,0% das observações da amostra são de empresas que reportaram prejuízo, e os outros 62,0% são de empresas que apresentaram lucro ou resultado nulo (zero). Analisando a variável binária GOV é possível notar que aproximadamente 40,0% das observações da amostra são de empresas que possuem algum nível diferenciado de governança corporativa.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis (Ambos modelos)

Variáveis	Nº de Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DEFASAGEM	6.238	52,47	29,94	23	240
ATRASO	6.238	(-) 1,66	25,80	(-) 179	80
D_ATRASO	6.238	0,51	0,50	0	1
PREJ	6.238	0,38	0,48	0	1
GOV	6.238	0,40	0,49	0	1
EU	6.238	0,00	0,28	(-) 1,36	1,82
LNATIVO	6.238	5,93	1,39	1,28	8,83
ROA	6.238	(-) 0,14	0,75	(-) 5,67	0,22
END	6.238	1,34	4,24	0,00	36,33

DEFASAGEM é medida pelo número de dias corridos da data base das Demonstrações Contábeis até a data da divulgação. ATRASO é o número de dias adiantado (-) ou atrasado (+) em relação a data esperada que as Demonstrações Contábeis foram divulgadas. D_ATRASO é uma variável dummy que assume 1 quando houve postergação na entrega das demonstrações contábeis em relação a data esperada e 0 caso contrário. PREJ é uma variável binária que assume 1 caso a empresa tenha apresentado prejuízo no período t e 0 caso contrário. GOV.é uma variável binária que recebe 1 caso a empresa tenha aderido a algum nível diferenciado de governança corporativa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais nível 2) e 0 caso contrário. UE *(Unexpected earnings)* representa o tipo de notícia contada ao mercado (boa ou ruim) e é calculada subtraindo o resultado do exercício t pelo exercício t-1 ponderada pelo ativo do período t. LNATIVO é o logaritmo natural do ativo total das empresas no período t. ROA foi calculada dividindo o resultado apresentado no período t pelo ativo total do período t. O END foi calculado através da divisão do passivo total pelo ativo total. Todas as variáveis não binárias foram *winsorizadas* aos níveis de 1% e 99% com objetivo de mitigar os efeitos de *outliers*.

Na Tabela 4 estão as correlações entre as variáveis utilizadas nos dois modelos da pesquisa. Observamos que há uma correlação positiva de 0,06 e, estatisticamente significativa entre a variáveis D_ATRASO e PREJ, o que possibilita concluir que empresas com prejuízo possuem maior possibilidade de atrasar a entrega das Demonstrações Contábeis aos participantes do mercado.

Ainda na Tabela 4, a correlação negativa entre D_ATRASO e UE permiti afirmar que empresas com ganhos inesperados positivos (boas notícias) possuem maior probabilidade de entregar as informações contábeis ao mercado de forma adiantada. Pode-se afirmar, também, que pela correlação entre as variáveis D_ATRASO e GOV as empresas que possuem nível de governança corporativa diferenciado possuem maior probabilidade de entregar suas demonstrações contábeis antecipadamente.

Tabela 4 - Matriz de correlação

	D_ATRASO	ATRASO	DEFASAGEM	PREJ	GOV	UE	LNATIVO	ROA	END
D_ATRASO	1								
ATRASO	0,35*	1							
DEFASAGEM	0,09*	(-) 0,02	1						
PREJ	0,06*	(-) 0,03	0,19*	1					
GOV	(-) 0,07*	0,01	(-) 0,18*	(-) 0,17*	1				
UE	(-) 0,05*	(-) 0,07*	0,02	(-) 0,07*	0,01	1			
LNATIVO	(-) 0,05*	0,04*	(-) 0,14*	(-) 0,38*	0,42*	(-)0,01	1		
ROA	(-) 0,03*	(-) 0,01	(-) 0,07*	(-) 0,32*	0,16*	0,13*	0,53*	1	
END	0,01	(-) 0,02	0,06*	0,22	(-) 0,13*	0,01	(-) 0,29*	(-) 0,54*	1

DEFASAGEM é medida pelo número de dias corridos da data base das Demonstrações Contábeis até a data da divulgação. ATRASO é o número de dias adiantado (-) ou atrasado (+) em relação a data esperada que as Demonstrações Contábeis foram divulgadas. D_ATRASO é uma variável dummy que assume 1 quando houve postergação na entrega das demonstrações contábeis em relação a data esperada e 0 caso contrário. PREJ é uma variável binária que assume 1 caso a empresa tenha apresentado prejuízo no período t e 0 caso contrário. GOV.é uma variável binária que recebe 1 caso a empresa tenha aderido a algum nível diferenciado de governança corporativa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais nível 2) e 0 caso contrário. UE *(Unexpected earnings)* representa o tipo de notícia contada ao mercado (boa ou ruim) e é calculada subtraindo o resultado do exercício t pelo exercício t-1 ponderada pelo ativo do período t. LNATIVO é o logaritmo natural do ativo total das empresas no período t. ROA foi calculada dividindo o resultado apresentado no período t pelo ativo total do período t. O END foi calculado através da divisão do passivo total pelo ativo total. Todas as variáveis não binárias foram *winsorizadas* aos níveis de 1% e 99% com objetivo de mitigar os efeitos de *outliers*. Correlações com uma estrela ao lado são significantes a pelo menos 1%.

Na Tabela 5 estão as relações entre a postergação na entrega das demonstrações contábeis e o tipo de notícia de acordo com o modelo 1 proposto nesse trabalho no qual a variável dependente é o número de dias de postergação ou adiantamento em relação a data esperada de divulgação. Percebe-se que as variáveis UE, PREJ, LNATIVO, ROA, END e DEFASAGEM são variáveis estatisticamente significativas, além de explicativas em relação a postergação na entrega das demonstrações contábeis em relação a data esperada pelas empresas abrangidas neste estudo. Não é possível realizar análises a respeito da variável GOV nesse modelo proposto pois não é uma variável significativa estatisticamente.

Analisando as variáveis da Tabela 5, pode-se verificar que empresas que possuem maior ativo (LNATIVO) possuem maior probabilidade de atrasar a entrega das informações contábeis quando comparadas às empresas de menor porte. Tal fato pode estar associado diretamente a sofisticação das operações realizadas por firmas de maior porte e a complexidade dessas operações serem validadas e divulgadas ao mercado.

Percebe-se, também, que empresas com maior retorno sobre os seus ativos (ROA), ou seja, empresas com maior rentabilidade, divulgam as informações mais rápidas aos participantes do mercado. Também é possível concluir que empresas que possuem maior nível de endividamento (END) divulgam seus resultados mais rápido ao mercado. É possível que a divulgação mais rápida de empresas com maior nível de endividamento pode estar atrelada diretamente a cláusulas restritivas em contratos de dívidas (*covenants*) obrigando que empresas cumpram determinadas regras mais rígidas de divulgação.

Tabela 5 - Relação entre o tipo de notícia e a postergação na entrega das Demonstrações Contábeis. (Modelo 1)

Variável dependente -> atraso						
R2 -> 0,0554						
Nº de observações -> 6.238						
Variáveis Independentes						
	Coef.	Desvio Padrão	Estat-t	p valor	Interv. Conf. 95%	
Constante	(-) 53,93	23,50	(-) 2,30	0,022	(-) 99,99	(-) 7,87
EU	(-) 7,71	2,67	(-) 2,89	0,004	(-) 12,94	(-) 2,48
PREJ	(-) 2,52	1,00	(-) 2,52	0,012	(-) 4,49	(-) 0,56
LNATIVO	1,48	0,46	3,25	0,001	0,59	2,38
ROA	(-) 2,86	0,61	(-) 4,71	0,000	(-) 4,05	(-) 1,67
END	(-) 0,33	0,11	(-) 3,14	0,002	(-) 0,54	(-) 0,13
GOV	1,13	1,33	0,85	0,398	(-) 1,48	3,74
DEFASAGEM	0,29	0,11	2,58	0,010	0,07	0,51
Efeito fixo ano			Sim			
Efeito fixo setor			Sim			

DEFASAGEM é medida pelo número de dias corridos da data base das Demonstrações Contábeis até a data da divulgação. D_ATRASO é uma variável dummy que assume 1 quando houve postergação na entrega das demonstrações contábeis em relação a data esperada e 0 caso contrário. PREJ é uma variável binária que assume 1 caso a empresa tenha apresentado prejuízo no período t e 0 caso contrário. GOV.é uma variável binária que recebe 1 caso a empresa tenha aderido a algum nível diferenciado de governança corporativa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais nível 2) e 0 caso contrário. UE *(Unexpected earnings)* representa o tipo de notícia contada ao mercado (boa ou ruim) e é calculada subtraindo o resultado do exercício t pelo exercício t-1 ponderada pelo ativo do período t. LNATIVO é o logarítimo natural do ativo total das empresas no período t. ROA foi calculada dividindo o resultado apresentado no período t pelo ativo total do período t. O END foi calculado através da divisão do passivo total pelo ativo total. Todas as variáveis não binárias foram *winsorizadas* aos níveis de 1% e 99% com objetivo de mitigar os efeitos de *outliers*.

Ainda na Tabela 5, é possível afirmar que empresas que apresentam prejuízo apresentam maior probabilidade de divulgar mais rápido a notícia ao mercado. Tal fato pode estar atrelado aos participantes do mercado que apresentam prejuízo divulgarem as informações de forma adiantada para manter a reputação da Companhia perante os participantes do mercado. Além disso, podemos afirmar que empresas que divulgam suas informações em um período mais longo após a data-base (Maior DEFASAGEM) possuem maior probabilidade de atrasar a divulgação dos resultados em relação a data esperada pelos participantes do mercado.

Para avaliar a hipótese de pesquisa utilizada nesse estudo, de que empresas com más notícias postergam a divulgação das informações contábeis em relação às datas esperadas, analisamos a variável UE (*Unexpected Earnings*) que representa o tipo de notícia contada ao mercado (boa, quando variável UE é positiva e má quando negativa). Analisando a Tabela 5, conforme mencionado anteriormente, é possível perceber que a variável UE é estatisticamente significativa. Verifica-se, portanto, que quando quanto maior o *unexpected earnings* (UE) menor é a quantidade de dias de postergação.

Essa análise confirma a hipótese de pesquisa de que empresas com más notícias postergam a divulgação das informações contábeis em relação às datas esperadas. Tal conclusão está em linha com resultados encontrados por Bagnoli, Kross e Watts (2002) que analisaram o desempenho das empresas em que a administração ultrapassa sua própria data esperada de divulgação, e os resultados apontam que o relatório divulgado apresenta más notícias – e quanto maior o, pior a notícia.

Tabela 6 - Relação entre o tipo de notícia e a postergação na entrega das Demonstrações Contábeis. (Modelo 2)

Variável dependente -> D_ATRASO
Pseudo R2 -> 0,0378
Nº de observações -> 6.238
Variáveis Independentes

	Coef.	Desvio Padrão	Estat-t	p valor	Interv. Conf. 95%	
Constante	(-) 1,41	0,50	(-) 2,84	0,005	(-) 2,39	(-) 0,44
EU	(-) 0,38	0,10	(-) 3,75	0,000	(-) 0,58	(-) 0,18
PREJ	0,07	0,06	1,11	0,269	(-) 0,06	0,19
LNATIVO	(-) 0,03	0,03	(-) 1,04	0,296	(-) 0,08	0,03
ROA	0,00	0,05	0,06	0,950	(-) 0,09	0,10
END	(-) 0,00	0,00	(-) 0,71	0,478	(-) 0,02	0,01
GOV	(-) 0,16	0,06	(-) 2,47	0,012	(-) 0,28	(-) 0,03
DEFASAGEM	0,01	0,00	5,61	0,000	0,00	0,02
Efeito fixo ano			**Sim**			
Efeito fixo setor			**Sim**			

DEFASAGEM é medida pelo número de dias corridos da data base das Demonstrações Contábeis até a data da divulgação. D_ATRASO é uma variável dummy que assume 1 quando houve postergação na entrega das demonstrações contábeis em relação a data esperada e 0 caso contrário. PREJ é uma variável binária que assume 1 caso a empresa tenha apresentado prejuízo no período t e 0 caso contrário. GOV.é uma variável binária que recebe 1 caso a empresa tenha aderido a algum nível diferenciado de governança corporativa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais nível 2) e 0 caso contrário. UE *(Unexpected earnings)* representa o tipo de notícia contada ao mercado (boa ou ruim) e é calculada subtraindo o resultado do exercício t pelo exercício t-1 ponderada pelo ativo do período t. LNATIVO é o logarítimo natural do ativo total das empresas no período t. ROA foi calculada dividindo o resultado apresentado no período t pelo ativo total do período t. O END foi calculado através da divisão do passivo total pelo ativo total. Todas as variáveis não binárias foram *winsorizadas* aos níveis de 1% e 99% com objetivo de mitigar os efeitos de *outliers*.

Para maior robustez e confirmação da hipótese de pesquisa foram rodados os mesmos dados de acordo com o modelo 2 proposto nessa pesquisa. Na Tabela 6 estão as relações entre a postergação na entrega das Demonstrações Contábeis e o tipo de notícia. A variável dependente é uma *dummy* que assume 1 quando há atraso na entrega das Demonstrações Contábeis e 0 caso contrário.

Observa-se na tabela 6, que diferente do modelo 1, não é possível realizar análises acerca das variáveis PREJ, LNATIVO, ROA e END pois elas não são estatisticamente significativas. Em contrapartida, pode-se afirmar que empresas que possuem maior nível de governança corporativa (GOV) possuem menor probabilidade de atrasar a entrega das Demonstrações Contábeis aos participantes do mercado. Pode-se afirmar também, em linha com o modelo 1, que empresas com maior defasagem (DEFASAGEM) possuem maior probabilidade de atrasar a divulgação dos resultados em relação a data esperada pelos participantes do mercado.

O resultado encontrado nesse modelo, assim como no modelo 1, confirma a hipótese de pesquisa de que empresas com más notícias tendem atrasar a entrega das Demonstrações Contábeis. Uma possível explicação para tal resultado é que más notícias são mais complexas de serem divulgadas ao mercado, pois requerem um maior volume de explicações por parte da Administração das empresas.

5 Conclusão

Esse estudo teve como objetivo analisar se o tipo de notícia influencia a data de divulgação das informações contábeis das Companhias brasileiras. Mais especificamente, teve por objetivo avaliar se o tipo de notícia divulgada ao mercado (boa ou má notícia) pode ser um fator determinante para a postergação ou adiantamento da data de divulgação das informações contábeis ao referido mercado.

Os resultados encontrados em pesquisas realizadas anteriormente em mercados estrangeiros sugerem que, quando a administração ultrapassa a data esperada de divulgação, os relatórios divulgados ao mercado possuem preponderantemente más notícias (BAGNOLI; KROSS; WATTS, 2002; HAW; QI; WU, 2000). Até o momento, nenhuma pesquisa tinha sido realizada com dados do mercado brasileiro em relação a data esperada de divulgação das demonstrações contábeis. As pesquisas realizadas anteriormente focaram em analisar a defasagem, em dias, até a data de divulgação do relatório (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; BARCELLOS; JÚNIOR; LAURENCE, 2014; PAIXÃO; AVELINO; TAKAMATSU, 2017).

Os resultados encontrados nesse estudo confirmam a hipótese de pesquisa que havia sido inicialmente exposta, de que empresas com más notícias postergam a divulgação das informações contábeis em relação às datas esperadas e quanto maior a postergação na entrega das referidas informações, pior a notícia divulgada ao mercado. O resultado encontrado está em conformidade com os resultados encontrados em pesquisas anteriores realizadas em mercados estrangeiros.

Como resultados secundários da pesquisa, conclui-se que empresas de maior porte possuem maior probabilidade de atrasar a entrega das informações contábeis, e que empresas com maior retorno sobre os ativos e com maior endividamento possuem menor probabilidade de atrasar a entrega das demonstrações aos participantes do mercado. Pode-se afirmar, também, que empresas que possuem nível de governança corporativa diferenciado apresentam maior probabilidade de entregar suas demonstrações contábeis antecipadamente.

Outra importante contribuição encontrada com esta pesquisa está relacionada à evolução da acurácia do modelo de estimativa de data de divulgação utilizada. Em 2010 apenas 19,2% das empresas da amostra divulgavam suas Demonstrações Contábeis na data esperada e, em 2016, o percentual de empresas que divulgavam na data esperada evoluiu para 29,1%, demonstrando, assim, uma evolução na eficácia do modelo de estimativa.

Os resultados contribuem, em ordem prática, com os participantes de mercado (investidores, gestores, analistas de mercado.), ajudando-os a entender a relação entre o desempenho das empresas e a postergação ou antecipação na entrega das demonstrações contábeis. Além disso, contribuem para a melhor compreensão dos mecanismos de *disclosure* utilizados pelas empresas no mercado brasileiro. A contribuição teórica da pesquisa é o avanço da literatura de *disclosure* no mercado brasileiro.

Ademais, sugere-se para pesquisas futuras que estudem o gerenciamento de resultados como um dos determinantes na postergação da entrega das Demonstrações Contábeis no mercado brasileiro. Sugere-se, também, que além da realização da pesquisa com outros modelos de estimativa de data de divulgação conhecidos, seja feito o teste de novas estimativas de data de divulgação ao mercado das informações Contábeis.

Referências

BAGNOLI, Mark; KROSS, William; WATTS, Susan 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, 2002.

BARCELLOS, Leonardo Portugal; JÚNIOR, Jorge Vieira da Costa; LAURENCE, Luiz da Costa. Determinantes do Prazo de Divulgação das Demonstrações Contábeis das Companhias Não Financeiras Listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 8, n. 20, 2014.

BEYER, Anne; COHEN, Daniel A.; LYS, Thomas Z.; WALTHER, Beverly R. The financial reporting environment: Review of the recent literature**. Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2, p. 296-343, 2010.

BROWN, Stephen; HILLEGEIST, Stephen A.; LO, Kin. Conference calls and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 343-366, 2004.

CHEN, Gongmeng; CHENG, Louis TW; GAO, Ning. Information content and timing of earnings announcements. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, n. 1-2, p. 65-95, 2005.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; SANTOS, Sérgio Carlos dos; NIYAMA, Jorge Katsumi. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **Economia & Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2008.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.

HAW, In-Mu; QI, Daqing; WU, Woody. Timeliness of annual report releases and market reaction to earnings announcements in an emerging capital market: The case of China. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 11, n. 2, p. 108-131, 2000.

KIRCH, Guilherme; LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinantes da Defasagem na Divulgação das Demonstrações Contábeis das Companhias Abertas Brasileiras*/Determinants of Disclosure Timing for Financial Statements of Brazilian Public Companies. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 60, p. 173, 2012.

KROSS, William; SCHROEDER, Douglas A. An empirical investigation of the effect of quarterly earnings announcement timing on stock returns. **Journal of Accounting Research**, p. 153-176, 1984.

MENDES, Andrea Paula Segatto. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

MOREIRA, Nadia Cardoso; RAMOS, Felipe; KOZAK-ROGO, Juliana; ROGO, Rafael. Conference Calls: an empirical analysis of information content and the type of disclosed news. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 13, n. 6, p. 291-315, 2016.

PAIXÃO, Lílian Menezes Diniz; AVELINO, Bruna Camargos; TAKAMATSU, Renata Turola. Determinantes do momento de divulgação das demonstrações contábeis de empresas que compõem o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA). **Revista de Contabilidade & Controladoria**, v. 9, n. 1, 2017.

RAMBO, Robert G.The market’s reaction to the timing of earnings announcement’s as a signal of potential earnings management. **Journal of Accounting & Finance Research,** v.13, n. 4, p. 103, 2005.

ROSS, Stephen A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 42, p. 35-49, 2006.

TRUEMAN, Brett. Theories of earnings-announcement timing. **Journal of Accounting and Economics**, v. 13, n. 3, p. 285-301, 1990.