

EBITDA: FATORES DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DA MEDIDA NÃO-GAAP NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO¹

EBITDA: DETERMINANTS OF THE DISCLOSURE OF THE NON-GAAP MEASURE IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET

Gabriela Vasconcelos de Andrade
Doutoranda em Ciências Contábeis (USP)
Universidade de São Paulo (USP)
gvasconcelos@usp.br

Fernando Dal-Ri Murcia
Doutor em Ciências Contábeis (USP)
murcia@usp.br

RESUMO

Objetivo: Identificar os fatores determinantes da divulgação voluntária da medida não-GAAP “EBITDA” em relatórios de companhias listadas brasileiras.

Fundamento: A pesquisa foi realizada sob a perspectiva das premissas da teoria da agência e da teoria da sinalização.

Método: Técnicas descritivas e estatísticas. A coleta dos dados se deu de forma manual e por meio de informações coletadas da base Eikon da Thomson Reuters para os períodos trimestrais e anuais dos anos de 2014 e 2015 de companhias listadas no IBrX 100.

Resultados: Os resultados descritivos apresentados sugerem que a prática da divulgação do EBITDA tem ocorrido de forma ampla, de forma consistente no tempo e de forma regular no que diz respeito à obrigatoriedade de apresentar as conciliações ao lucro (ou prejuízo) contábil. Pode-se concluir com base nos resultados quantitativos que companhias que aderem a níveis de governança corporativa, que possuem receitas líquidas menores e que possuem maiores saldos de imobilizado estão mais propensas a divulgar o EBITDA em seus relatórios financeiros. Os resultados apresentados corroboram com as reivindicações do mercado e com as premissas da teoria da sinalização de que medidas não-GAAP podem estar sendo divulgadas de maneira adequada e com o objetivo de informar o mercado, visto que companhias com as ações mais negociadas do mercado buscarão se diferenciar positivamente das demais.

Contribuições: Evidências corroboram com a posição do IASB de que o uso de medidas não-GAAP é valioso e pode melhorar o reporte financeiro se efetuado de forma adequada.

¹ Artigo recebido em: 31/01/2020. Revisado por pares em: 17/09/2020. Reformulado em: 09/08/2020. Recomendado para publicação: 10/11/2020 por Marco Aurélio dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em: 12/07/2022. Organização responsável pelo periódico: UFPB

Palavras-chave: EBITDA. Medidas não-GAAP. Fatores determinantes.

ABSTRACT

Objective: Identify the determinants of voluntary disclosure of the non-GAAP measure “EBITDA” in reports of Brazilian listed companies.

Background: The research is carried out from the perspective of the agency theory and signaling theory.

Method: Descriptive and statistical techniques. The data were collected manually and using information collected from the Thomson Reuters Eikon database for the quarterly and annual periods of the years 2014 and 2015 of companies listed on the IBrX 100.

Results: The descriptive results presented suggest that the practice of disclosing EBITDA has been broadly based, consistently over time and on a regular basis with respect to the obligation to present reconciliations to accounting profit (or loss). It can be concluded based on the quantitative results that companies which adhere to levels of corporate governance, that have lower net revenues and that have higher fixed assets are more likely to disclose EBITDA in their financial reports. The results presented corroborate the market claims and the assumptions of the signaling theory that non-GAAP measures may be being properly disclosed and with the objective of informing the market, since companies with the most traded shares in the market will seek differentiate themselves positively from the others.

Contributions: Evidence corroborates the IASB's position that the use of non-GAAP measures is valuable and can improve financial reporting if done properly.

Keywords: EBITDA. Non-GAAP measures. Determinants.

1 INTRODUÇÃO

Medidas não-GAAP tem aparecido constantemente em reportes corporativos ao redor do mundo quando o assunto é desempenho empresarial (*International Federation of Accountants [IFAC], 2014; European Securities and Markets Authority [ESMA], 2015; International Organization of Securities Commissions [IOSCO], 2016*). Quer se tratem de relatórios trimestrais, anuais ou apresentações aos investidores e analistas de mercado, cada vez mais companhias optam por aderir à divulgação de números não contábeis como sinônimos ou mesmo representantes do que elas consideram como *performance*.

Tais métricas recebem a denominação de “não-GAAP” por se tratarem de mensurações que não refletem os fundamentos teóricos presentes nas estruturas conceituais contábeis em vigor. Em outras palavras, significa dizer que os números gerados por elas são fruto de uma metodologia não estipulada pelos *Generally Accepted Accounting Principles - GAAP* (“Princípios Contábeis Geralmente Aceitos”, em português), conforme afirma Marques (2017). Assim, um número alternativo é apresentado ao mercado. Como exemplificação, alguns desses números são: lucro ajustado, lucro por ação ajustado, EBITDA e EBITDA Ajustado, dentre outros.

O aumento da disseminação de medidas de desempenho não-GAAP em comunicações externas por parte das companhias é reflexo de um entendimento cada vez mais uniforme no universo corporativo: números advindos da aplicação fiel e inalterada do GAAP podem não mensurar de forma suficiente, ou única, o desempenho da atividade operacional e o potencial de crescimento de uma companhia (*International Accounting Standards Board [IASB], 2011*).

Como consequência desse entendimento, várias pesquisas têm evidenciado uma forte adesão ao uso e divulgação de medidas não contábeis em diferentes jurisdições. A firma global de consultoria e auditoria Deloitte (2016) conduziu uma pesquisa em relatórios anuais de 2015 das 100 companhias listadas no FTSE do Reino Unido e verificou que 83% delas divulgou pelo menos uma

medida não-GAAP indicador-chave de desempenho. No cenário americano essa prevalência também se confirma: a reportagem de Shumsky & Francis (2016) no *The Wall Street Journal* afirma que no fechamento do exercício de 2015 apenas 29 companhias do índice S&P 500 não divulgaram mensurações alternativas de desempenho em relatórios anuais. A KPMG (2016) realizou uma pesquisa similar considerando os formulários de referência de 2015 e 2016 de 235 companhias listadas na B3 e concluíram que o EBITDA continua sendo a medida não contábil mais utilizada pelas firmas brasileiras, com 79% e 75% de utilização, respectivamente. Na sequência de maior utilização tem-se o EBITDA Ajustado e o EBIT, variantes do EBITDA.

Apesar da concentração expressiva de medidas não-GAAP em reportes corporativos, por se tratarem de divulgações voluntárias a regulação sobre as mesmas varia a depender de cada jurisdição e canal de comunicação (Young, 2014). Dada a certa liberdade que os gestores possuem na elaboração de medidas não contábeis, pesquisadores buscam identificar se há um viés oportunístico ou informativo quando da escolha por divulgá-las. Meek, Roberts e Gray (1995) afirmam que a divulgação de informações complementares às requeridas por exigências legais contribui com as necessidades de decisão dos usuários das demonstrações financeiras ao fornecer dados relevantes. No entanto, segundo Dye (2001), a teoria do *disclosure* tem por premissa central que as companhias só irão divulgar informações favoráveis a elas.

Assim, faz-se necessário entender de que forma as divulgações das principais medidas não-GAAP estão sendo realizadas pelos preparadores e quais são os fatores que determinam as suas divulgações. Evidências empíricas nessa área de pesquisa podem auxiliar o mercado e órgãos reguladores e normatizadores de normas contábeis a compreenderem a intensificação do uso e reporte dessas métricas, identificando maneiras de garantir a qualidade do processo decisório dos *stakeholders* e o bom funcionamento dos mercados de capitais.

A despeito de ser um tema relevante e que apresenta inquietações atuais da prática, as pesquisas sobre medidas não-GAAP se concentram na literatura internacional e com foco no mercado acionário dos Estados Unidos (Black, 2016), pois o ambiente regulatório americano é reconhecido como o mais avançado em relação às práticas de reporte de medidas não-GAAP, sendo o primeiro país a regulamentar divulgações voluntárias de métricas não contábeis no já ano de 2001 (Marques, 2017). Em 2003 é que os requerimentos sobre tais divulgações passaram a ser mais rígidos como consequência da Lei Sarbanes-Oxley, que introduziu o Regulation G e obrigou os registrantes da *Securities and Exchange Commission* (SEC) a observem critérios como a obrigatoriedade de que as empresas divulgassem uma reconciliação entre as medidas não-GAAP e as medidas GAAP comparáveis (SEC, 2003).

Muitas pesquisas no cenário americano focam em resultados ou lucros ajustados, como por exemplo o estudo de Bradshaw e Sloan (2002), o qual segue a linha informativa e sugere que resultados *pro forma* ("lucro trimestral por ação", nesse caso) são úteis para os investidores pois estão mais fortemente associados com retornos, preços de ações e lucros futuros do que medidas GAAP. As pesquisas de Marques (2006), Cameron, Percy e Stevenson-Clarke (2012) e Isidro e Marques (2013) consideram o EBITDA, o EBIT e o EBITDA Ajustado como medidas não-GAAP e as utilizam como variáveis em seus estudos.

Mais recentemente algumas pesquisas internacionais investigaram diretamente o uso do EBITDA no contexto de medidas não-GAAP. Cormier, Demaria e Magnan (2017) fizeram um estudo para averiguar se a divulgação do EBITDA reduz a assimetria informacional entre gestores e investidores e se ela aumenta a relevância e a capacidade preditiva dos resultados das empresas. Os resultados sugerem que a divulgação de tal medida está associada com um menor nível de assimetria de informações e que existe uma relação positiva entre o EBITDA e a precificação de ações e fluxos de caixa futuros. Já Verriest, Bouwens e Kok (2018) discordam da utilidade e necessidade do uso de tal medida pois argumentam que o lucro operacional líquido já indica o reflexo das ope-

rações das empresas sem a necessidade de que sejam feitos ajustes subjetivos. Davern, Gyles, Hanlon e Pinnuck (2019) avaliaram no contexto australiano a relevância de informações não-GAAP para a tomada de decisão dos investidores, tendo o EBITDA e o EBIT como *proxys*, encontrando que elas possuem mais valor do que medidas estatutárias ou GAAP.

Pesquisas sobre medidas não-GAAP com dados brasileiros ainda são poucas e estudam basicamente o EBITDA e seus variantes por serem informações consolidadas no mercado para fins de análise financeira. Frezatti e Aguiar (2007) analisam o potencial e as limitações do uso do EBITDA como um indicador financeiro de longo prazo e criticam seu uso como medida de gerenciamento financeiro. Na mesma linha, o estudo mais recente dos autores Jones, Siessere e Nakamura (2016) analisaram de forma setorial se havia diferença significativa entre o fluxo de caixa operacional e o EBITDA das empresas. Alcade (2010) investigou o comportamento do EBITDA sob o efeito do tempo, empresas e setores como forma de entender se essa medida serve ou não para a comparação entre empresas. Momose (2009) e Carvalho (2014) buscaram identificar os motivos pelos quais o EBITDA é utilizado pelo mercado profissional brasileiro. A pesquisa de Ritta, Fabris e Klann (2017) buscou identificar a relação entre o EBITDA e o retorno das ações de empresas listadas no Brasil. Há também estudos que valorizam o uso do EBITDA e seus variantes pelas empresas, como é o caso de Macedo, Machado, Murcia e Machado (2012), os quais analisaram o EBITDA na perspectiva do *value relevance*, e o recente estudo de Autores (2019), o qual analisou com um viés crítico e normativo os ajustes adicionais efetuados via EBITDA Ajustado.

No entanto, não foi identificada nenhuma pesquisa publicada que evidenciasse como o EBITDA é divulgado no Brasil e quais são os fatores que determinam sua divulgação. Assim, a presente pesquisa tem dois objetivos: (i) realizar um mapeamento para identificar a forma como o EBITDA é divulgado; e (ii) identificar os fatores determinantes para a sua divulgação, ambos tomando por base relatórios de companhias listadas brasileiras.

A relevância do presente estudo se baseia principalmente na lacuna identificada para o cenário brasileiro, mas também pela importância do tema junto aos órgãos normatizadores contábeis. O IASB, por exemplo, tem em sua agenda desde 2014 o projeto "*Primary Financial Statements*", o qual discute o uso e divulgação de medidas não-GAAP. Atualmente o projeto está em fase de receber comentários até 30 de setembro de 2020 sobre o Exposure Draft que irá substituir a atual IAS 1 – *Presentation of Financial Statements* e inclui alterações na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) e notas explicativas para aumentar a transparência sobre as divulgações de medidas de desempenho (IASB, 2019).

A pesquisa é realizada considerando técnicas de análises descritivas e estatísticas e se apoia na literatura existente de modo a contribuir com as discussões no tema, se encaixando como um estudo de divulgação baseada em discricionariedade, o qual conforme posiciona Verrechia (2001), são pesquisas que possuem a natureza de examinar e explicar os motivos pelos quais uma organização decide divulgar informações não exigidas por força de lei.

Os principais resultados apresentados são: que a divulgação do EBITDA tem ocorrido de forma ampla, consistente e regular e que empresas que aderem a níveis de governança corporativa, que possuem receitas líquidas menores e que possuem maiores saldos de imobilizado estão mais propensas a divulgar o EBITDA em seus relatórios financeiros.

2 FUNDAMENTO

2.1 Teorias da Agência e da Sinalização Explicam a Necessidade do *Disclosure* Voluntário

A assimetria informacional é crucial para a compreensão do fenômeno da divulgação voluntária de informações no mercado acionário. Com base nas premissas da teoria da agência admite-se que os investidores não possuem o mesmo nível informacional que os gestores de uma com-

panhia em razão da posição privilegiada que os *insiders* das organizações detêm em detrimento dos demais participantes do mercado (Iudícibus & Lopes, 2004).

Tal descasamento informacional repercute no problema da seleção adversa no mercado como um todo, o qual pode colaborar para que companhias com características distintas sejam avaliadas de maneira semelhante pelos investidores e investidores potenciais, o que levaria a uma precificação igualitária e inadequada dos preços das ações (Akerlof, 1970).

Salotti e Yamamoto (2005) reiteram que uma das premissas da teoria do *disclosure* é que em existindo o problema da seleção adversa, “investidores descontam o valor dos seus ativos até o momento em que se torna interessante para a firma revelar a informação, mesmo desfavorável” (p. 8). Assim, buscando minimizar os conflitos de agência que geram a seleção adversa, companhias podem divulgar dados adicionais com a finalidade de reduzir o nível de desvantagem informacional existente entre elas e seus investidores. Iudícibus e Lopes (2004, p. 33) destacam, nesse sentido, que pela existência dessa desvantagem investidores necessitam de “instrumentos independentes para avaliar a real situação da empresa”.

A divulgação de medidas não contábeis pode reduzir a assimetria informacional entre as companhias e os investidores se efetuada de forma adequada, conseqüentemente reduzindo eventuais conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Alguns estudos no tema de medidas não-GAAP corroboram com esta redução de conflitos: o estudo conduzido por Bhattacharya, Christensen e Larson (2003) sugere que participantes do mercado percebem ganhos *pro forma* como mais informativos e mais eficientes para representar os *core earnings* das empresas em comparação aos ganhos operacionais GAAP; Marques (2017) sumariza algumas pesquisas no tema “non-GAAP” e afirma que evidências empíricas tem indicado a relevância informacional que elas possuem para investidores, sua persistência e poder preditivo.

Essa percepção de relevância de medidas alternativas de desempenho em detrimento do lucro ou resultado contábil pode ser derivada da própria natureza deste: Iudícibus e Lopes (2004) afirmam que o resultado contábil das companhias é função de diversos fatores, sendo alguns deles exógenos ao controle da gerência. Dessa forma, a contabilidade teria “um papel fundamental na definição de medidas de *performance* e remuneração” (p. 35).

Neste sentido, informações financeiras divulgadas voluntariamente podem estar sendo utilizadas para “indicar a realidade subjacente e influenciar usuários externos a tomar decisões a respeito delas” (Inchausti, 1997, p. 9). Esse entendimento parte da Teoria da Sinalização, a qual somente pode ser compreendida no contexto da existência da assimetria informacional e, portanto, as duas teorias estão relacionadas. A Teoria da Sinalização postula que companhias de alto desempenho enviam mensagens ao mercado com a finalidade de reduzir a assimetria informacional, permitindo que haja uma distinção entre elas e as demais empresas (Dainelli, Bini, & Giunta, 2013). Segundo Morris (1987), presume-se que apenas boas empresas farão uso do mecanismo de enviar sinais aos investidores pois o mercado pode mais facilmente checar a qualidade desses sinais depois, o que poderia comprometer a credibilidade das empresas no caso do envio de sinais errados.

Medidas não-GAAP podem estar, portanto, sendo divulgadas pelas empresas a fim de auxiliar as avaliações econômico-financeiras dos usuários de relatórios financeiros. Existe um consenso cada vez mais comum no mercado de que a contabilidade por si só não consegue endereçar todos os questionamentos de seus usuários em relação ao desempenho empresarial; assim, companhias com alto desempenho teriam incentivos a realizar divulgações adicionais que indicassem seu real desempenho.

Com base nos principais fundamentos teóricos apresentados os autores entendem que o estudo da divulgação voluntária de medidas não-GAAP no mercado acionário é apropriado e justificado, uma vez que se espera que empresas listadas procurem se diferenciar ao mostrar seu poten-

cial para investidores e demais usuários, utilizando-se de divulgações voluntárias para reduzir a assimetria informacional existente.

2.2 Fatores que Impactam a Divulgação de Medidas Não-GAAP e Explicam a Propensão de Companhias em Divulga-las

Para Marques (2017) existem quatro fatores associados à divulgação de métricas não-GAAP: (i) fatores no nível do país; (ii) fatores relacionados ao mercado de capitais; (iii) fatores no nível do segmento; e (iv) fatores no nível da empresa. Em relação aos fatores no nível do país se discute se há ou não obrigatoriedade de divulgação e quais os níveis de regulação sobre as medidas (sejam elas obrigatórias ou voluntárias). Conforme Marques (2017), na África do Sul a divulgação de medidas não-GAAP é obrigatória. Já nos Estados Unidos, é permitida tal divulgação, mas há diversos requerimentos da SEC a serem observados por registrantes em caso do reporte. No Brasil também é permitida a divulgação de medidas não-GAAP, sendo o EBITDA regulado pela Instrução CVM nº 527 após se perceber a intensificação e uso indiscriminado dessa medida em relatórios financeiros de companhias abertas (CVM, 2012).

Além disso, existem incentivos do mercado de capitais que podem fazer com que as companhias divulguem voluntariamente informações não-GAAP. Segundo Isidro e Marques (2013), uma boa governança corporativa pode influenciar positivamente as decisões de reporte de medidas não-GAAP. As autoras analisaram quatro aspectos sobre medidas não-GAAP que são geralmente associadas com a intenção oportunística das firmas em apresentar uma melhor *performance*: o reporte de métricas não-GAAP, a realização de ajustes de itens recorrentes por meio de medidas não-GAAP, a proeminência que é dada a estas medidas e a não existência de uma reconciliação que explique as diferenças entre o número GAAP e o não-GAAP.

Young (2014) cita alguns trabalhos acadêmicos que buscam analisar o comportamento de relatórios não-GAAP no tocante à qualidade da governança corporativa, aos acordos de remuneração dos gestores e à supervisão dos auditores independentes (Entwistle, Feltham, & Mbagwu, 2012; Black, Black, Christensen, & Waegeliën, 2014). Entwistle *et al.* (2012), por exemplo, verificaram que companhias com certos atributos de credibilidade mais fortes, como governança corporativa e auditores de alta qualidade, divulgam exclusões não-GAAP mais confiáveis do que companhias com atributos mais fracos. Black *et al.* (2014) investigaram dois impedimentos para a divulgação de medidas não-GAAP com caráter oportunista, sendo um deles o esforço do auditor para desencorajar ganhos não contábeis enganosos.

Marques (2017) cita, adicionalmente, as previsões de analistas como uma pressão para que os gestores de companhias listadas busquem atingir um melhor desempenho por meio de medidas não-GAAP. Fatores no nível do segmento estão relacionados a efeitos específicos dos diferentes ramos de negócios, como por exemplo a constatação de que determinados ramos concentram divulgações não-GAAP, como é o caso de empresas de alta tecnologia, que representam 84% de firmas listadas que divulgam medidas não-GAAP na NASDAQ (Zhang e Zheng, 2011).

Fatores no nível da empresa são relacionados a, por exemplo: existência e violação de contratos de dívida (covenants), segundo Malikov, Coakley e Manson (2019) e Fan, Thomas e Yu (2019), mecanismos internos de governança corporativa (Frankel, McVay & Soliman, 2011) e à práticas de remuneração de gestores e executivos (Jennings & Marques, 2011; Rozembaum, 2018).

Há também outros possíveis fatores que são apresentados a seguir, já em formato das hipóteses testadas na presente pesquisa, as quais visam a confirmação teórica de certos fatores determinantes para a medida não-GAAP “EBITDA” no mercado acionário brasileiro. Como não existem até o momento pesquisas empíricas publicadas no Brasil em relação aos fatores determinantes, as seis hipóteses foram elaboradas considerando as evidências anteriores de estudos internacionais, a

disponibilidade dos dados e as bases teóricas citadas anteriormente, bem como as especificidades aplicáveis à medida não-GAAP investigada.

As hipóteses podem ser declaradas formalmente como segue:

H1: Empresas que aderem aos níveis de governança corporativa da B3 possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP "EBITDA" em detrimento de empresas que não aderem aos referidos níveis.

Essa hipótese foi postulada com base na premissa teórica e de mercado de que empresas que aderem aos níveis de governança corporativa da B3 possuem melhores práticas de elaboração e divulgação de informações contábil-financeiras. Desta forma, a adesão a níveis de governança corporativa pode influenciar de forma positiva as decisões da administração sobre o reporte de medidas não-GAAP (Isidro & Marques, 2013). Companhias neste cenário são mais desafiadas a divulgarem informações voluntárias e seguem regras mais rígidas para que se mantenham nos segmentos especiais de listagem. Espera-se uma relação positiva entre a adesão aos níveis de governança corporativa e a divulgação do EBITDA. Proxy utilizada: adesão aos níveis de governança corporativa da B3.

H2: Empresas com prejuízo contábil possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP "EBITDA" em detrimento de empresas com lucro contábil.

Essa hipótese foi postulada com base na premissa de que os gestores das companhias enfatizam métricas não-GAAP quando o lucro contábil não atinge o *benchmark* esperado (Marques, 2010). Presume-se que empresas que apresentam prejuízo contábil estariam mais propensas a divulgar outras medidas de desempenho para mostrar ao mercado uma "situação melhor" ou outra forma de ver o desempenho operacional (Lougee & Marquardt, 2004). Espera-se uma relação positiva entre empresas com prejuízo contábil e a divulgação do EBITDA. Proxy utilizada: *dummy* para controlar empresas com prejuízo contábil.

H3: Empresas com menor receita líquida possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP "EBITDA" em detrimento de empresas com maior receita líquida.

Essa hipótese foi postulada com base na premissa de que empresas com menor receita líquida tendem a divulgar a medidas não-GAAP "EBITDA" para complementar a necessidade de mostrar seu potencial para o mercado por meio das operações normais da companhia. Espera-se uma relação positiva entre empresas com menor receita líquida e a divulgação do EBITDA. Proxy utilizada: receita líquida total segundo a Reuters.

H4: Empresas do setor de energia elétrica possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP "EBITDA" em detrimento de empresas de outros setores.

Por meio de pesquisas de cunho setorial constatou-se que a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), órgão que regula empresas do setor elétrico, emitiu a nota técnica de nº 67 sob o título "Instituição de indicadores públicos de sustentabilidade econômico-financeira", a qual apresenta uma metodologia para o monitoramento econômico e financeiro das distribuidoras de energia elétrica (2016). Alguns dos índices sugeridos para este monitoramento contém o EBITDA, que necessita ser calculado para fins de mensuração de índices de endividamento, rentabilidade, eficiência e renovação de contratos de concessão, por exemplo. Dessa forma, entendemos que em conjunto com os resultados descritivos deste estudo que apontam para uma maior prática de divulgação nesse setor, dada a concentração de 15% sobre o total divulgado, existe uma nota técnica específica que sugere uma maior propensão em divulgar o EBITDA em relação a outros setores. Espera-se uma relação positiva entre empresas do setor de energia elétrica e a divulgação do EBITDA. Proxy utilizada: *dummy* para controlar empresas do setor elétrico.

H5: Empresas com maior saldo de imobilizado possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP "EBITDA" em detrimento de empresas com menor saldo de imobilizado.

Essa hipótese foi postulada com base na premissa de que empresas com maior imobilizado tendem a divulgar especificamente o EBITDA pelo fato de que possuem maior montante de depreciação sendo lançado na DRE em cada período de reporte. Uma vez que a depreciação é um dos “ajustes” ao EBITDA, estes valores seriam desconsiderados e o resultado analisado por meio do EBITDA apresentaria um número “melhor”. Espera-se uma relação positiva entre empresas com maior imobilizado e a divulgação do EBITDA. Proxy utilizada: imobilizado total segundo a Reuters.

A hipótese geral do modelo proposta é a seguinte: *A divulgação voluntária do EBITDA pode ser explicada pelas seguintes variáveis independentes: governança corporativa (GOVER), prejuízo contábil (PERDA), receita líquida (RL), setor de energia elétrica (ENEL) e saldo do imobilizado (IMOB).*

3 MÉTODO

3.1 Amostra

A amostra foi definida com base na composição de companhias presentes no índice IBrX 100 do dia 24/02/2017. Pelo fato de que determinadas companhias possuíam mais de um tipo de ação classificada como entre as 100 maiores na data da seleção amostral, algumas empresas foram adicionadas à composição mais de uma vez. Assim, os autores efetuaram o procedimento “*Remove Duplicates*” no Excel e ao final do processo foi indicada a existência de 95 companhias.

Importante salientar que a escolha pela base “IBrX 100” deve-se ao prestígio da mesma perante o mercado e pesquisadores, bem como pelo fato de que as empresas nelas incluídas são mais economicamente importantes por serem as 100 ações mais negociadas em quantidade e volume financeiro da bolsa brasileira (B3, s.d.). O intuito é o de estudar empresas para as quais é mais provável que investidores, analistas e reguladores estariam acompanhando e, portanto, se faz necessário que as empresas da amostra estejam ativas no mercado de capitais e possuam ações com liquidez.

Em linha com a pesquisa desenhada por Malone, Tarca e Wee (2016), a delimitação do estudo considerou os fatores macroeconômicos que atingiram negativamente a situação econômico-financeira do Brasil entre 2010 e 2015, e, desta forma, o mercado e a volatilidade dos preços dos ativos podem ter levado a uma maior sensibilidade sobre as mensurações contábeis e aumentado a utilidade de divulgações não-GAAP. Foram escolhidos os anos de 2014 e 2015 dentre o intervalo citado para que a viabilidade da pesquisa fosse garantida em razão de que a maior parte da coleta dos dados foi manual e também visto que grande parte das informações de 2016 ainda não estavam disponíveis na data da coleta inicial dos dados.

3.2 Coleta de Dados e Modelo

A coleta de dados foi realizada por meio de duas fontes. A coleta manual foi conduzida a partir de consulta individual aos relatórios anuais e *press releases* de cada uma das 95 empresas da amostra para os 10 períodos abrangidos pela pesquisa. Os pesquisadores baixaram os relatórios financeiros e conferiram e tabularam em uma base de dados no Excel as seguintes informações: (i) se houve ou não a divulgação do EBITDA; (ii) se houve ou não a inclusão de uma conciliação ao lucro (ou prejuízo) contábil conforme requisito de cálculo da ICVM nº 527; e (iii) se houve ou não a inclusão de uma conciliação ao lucro (ou prejuízo) contábil independentemente de a mesma estar conforme os requisitos de cálculo da ICVM nº 527.

A segunda fonte de dados foi a base Eikon da Thomson Reuters. Informações contábeis foram solicitadas aos analistas do *Financial Modelling and Conversion Team* da Reuters. Os dados foram coletados por eles diretamente dos relatórios anuais e *press releases* publicados para cada uma das companhias e para os mesmos 10 períodos da coleta manual. As variáveis solicitadas para fins

estatísticos foram as seguintes: (i) imobilizado - montante do imobilizado indicado no Balanço Patrimonial do período; (ii) receita líquida - montante da receita líquida reconhecida na DRE do período; e (iii) lucro ou prejuízo - montante do lucro ou prejuízo contábil indicado na DRE do período.

A base de dados completa é composta por 656 dados trimestrais e 164 dados anuais, perfazendo um total de 820 observações coletadas para os exercícios de 2014 e 2015, sendo, portanto, uma base de dados longitudinal. A análise estatística dos dados se deu por meio da técnica de regressão logística binária para dados em painel visando compreender o comportamento da variável dependente (divulgação do EBITDA).

Uma vez que um dos objetivos desta pesquisa é o de compreender quais fatores afetam a divulgação voluntária do EBITDA, em termos de probabilidade de ocorrência deste evento, um modelo estatístico foi elaborado e as potenciais variáveis explicativas foram consideradas a partir do embasamento teórico de outros estudos e *expertise* profissional dos pesquisadores.

Segue a descrição do modelo elaborado com base na hipótese geral e hipóteses de 1 a 5 que justificam a escolha das variáveis independentes:

$$\text{prob}(\text{DIVEBITDA}_{it}) = \text{Alpha}_i + b1\text{GOVER}_{it} + b2\text{PERDA}_{it} + b3\text{RL}_{it} + b4\text{ENEL}_{it} + b5\text{IMOB}_{it}$$

Onde,

Alpha = intercepto para cada observação;

GOVER = variável *dummy* igual a 1 se a companhia adere aos níveis de governança da B3, 0 caso contrário;

PERDA = variável *dummy* igual a 1 se a companhia apresenta prejuízo contábil, 0 caso contrário;

RL = receita líquida da companhia em cada período;

ENEL = variável *dummy* igual a 1 se a companhia é do setor de energia elétrica, 0 caso contrário; e

IMOB = imobilizado total da companhia em cada período.

Dado que o evento de interesse do estudo é a divulgação voluntária da medida não-GAAP "EBITDA", as empresas que divulgaram o EBITDA apresentaram valores iguais a 1 na base de dados, 0 quando contrário.

Vale salientar que a base de dados completa não pôde ser estimada por fortes indícios de correlação entre os dados uma vez que os dados anuais são, em sua grande maioria, o valor acumulado dos dados trimestrais. Levando em consideração que naturalmente a maior parte dos dados concentra-se nos períodos trimestrais e é nessas informações (*press releases*) que há maior ênfase e proeminência de medidas não-GAAP (Elliott, 2004; Isidro & Marques, 2013), foi definido que seria utilizada a base com dados trimestrais.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Análises Descritivas

Estão apresentados neste tópico os resultados descritivos baseados no total de companhias da amostra que efetuou a divulgação da medida não-GAAP "EBITDA" em pelo menos um dos períodos abrangidos nesta pesquisa.

Considerando pelo menos um dos períodos analisados nesta pesquisa, 79 companhias da amostra divulgaram o EBITDA, ou seja, que 83% das companhias da amostra consideraram a divulgação do EBITDA como algo relevante para o mercado em pelo menos um dos períodos analisados. Das empresas que divulgaram o EBITDA, aproximadamente 15% estão concentradas no setor de energia elétrica.

Tabela 1 - Divulgação do EBITDA

Item	Total
Empresas que divulgam o EBITDA (*)	79
Total de empresas da amostra	95
Percentual de concentração	83%

(*) Em pelo menos um dos períodos analisados

Fonte: Elaborada pelos autores.

Destas 79 empresas que divulgaram o EBITDA, 67 empresas divulgaram o EBITDA em todos os períodos, 9 divulgaram o EBITDA em 8 dos 10 períodos analisados, 1 divulgou o EBITDA em 4 dos 10 períodos analisados e 2 divulgaram o EBITDA em 2 dos 10 períodos analisados:

Tabela 2 - Composição da divulgação do EBITDA

Item	Total	%
10 períodos	67	85%
8 períodos	9	11%
4 períodos	1	1%
2 períodos	2	3%
Percentual de concentração	79	100%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Do total de 95 companhias da amostra, 16 companhias não divulgaram o EBITDA em nenhum dos 10 períodos analisados. Significa que apenas 17% das companhias da amostra não consideraram a divulgação do EBITDA como algo relevante para o mercado em todos os períodos analisados, sugerindo então que há certa consistência na divulgação de tal medida por parte das companhias.

Foi verificado para cada companhia que divulgou o EBITDA se a mesma apresentou, ou não, a conciliação do EBITDA ao lucro (ou prejuízo) contábil conforme requerido pela ICVM n° 527 em seu artigo 2°, inciso 2°: “A divulgação do cálculo do LAJIDA e do LAJIR deve ser acompanhada da conciliação dos valores constantes das demonstrações contábeis referidas no caput” (CVM, 2012).

Primeiramente foi observado se, independentemente de a conciliação estar conforme os requisitos de cálculo da referida instrução, as empresas divulgaram uma conciliação ao lucro (ou prejuízo contábil). Considerando este cenário, das 79 empresas que divulgaram o EBITDA, 69 empresas apresentaram a referida conciliação:

Tabela 3 - Divulgação de conciliação ao EBITDA

Item	Total
Empresas que divulgam uma conciliação ao EBITDA (**)	69
Total de empresas da amostra que divulgaram uma conciliação (*)	79
Percentual de concentração	87%

(*) Em pelo menos um dos períodos analisados

(**) Conciliação independentemente de estar conforme a ICVM 527

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em outras palavras, 87% das empresas que divulgaram o EBITDA apresentaram uma conciliação para tal montante divulgado para pelo menos um dos períodos analisados. Isso é um indicio de que tais empresas cumprem com o requerimento de apresentar ao mercado uma conciliação dos números não-GAAP com o número GAAP diretamente comparável.

Em seguida, foi verificado quantas empresas que divulgaram o EBITDA divulgaram a conciliação ao EBITDA dentro dos requerimentos da ICVM n° 527 para pelo menos um dos períodos

analisados. Foi constatado que 72% do total de empresas divulgou uma conciliação ao EBITDA de acordo com os requisitos de cálculo da ICVM n° 527:

Tabela 4 - Divulgação de conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA

Item	Total
Empresas que divulgam uma conciliação conforme ICVM 527	50
Total de empresas que divulgaram uma conciliação (*)	69
Percentual de concentração	72%

(*) Para pelo menos um dos períodos analisados

Fonte: Elaborada pelos autores.

Interessante ressaltar que destas 50 empresas, 41 empresas divulgaram a conciliação conforme a ICVM n° 527 para todos os 10 períodos analisados no quesito “cálculo”. Este fato é importante pois aponta que 82% das companhias que divulgaram a conciliação ao EBITDA assim o fizeram obedecendo aos requerimentos de cálculo da medida e de forma consistente durante todos os períodos analisados.

As empresas que não divulgaram a conciliação ao EBITDA dentro dos requerimentos de cálculo da ICVM n° 527, em quase sua totalidade, efetuaram ajustes adicionais não permitidos pela metodologia de cálculo da referida instrução. Os itens para mensuração do EBITDA estão limitados aos seguintes itens: a) tributos sobre o lucro; b) despesas financeiras líquidas das receitas financeiras; e c) das depreciações, amortizações e exaustões (CVM, art. 3º, 2012).

Além disto, algumas empresas não partiram do lucro (ou prejuízo) líquido para fins da conciliação, utilizando outras linhas da Demonstração de Resultado do Exercício como base, como por exemplo a receita líquida ou o lucro antes dos impostos. Chamamos estas e outras diferenças encontradas entre a norma e a prática de divulgação de “inconsistências”. A tabela 5 resume quais foram as naturezas das inconsistências apuradas:

Tabela 5 - Composição das inconsistências das 15 empresas que não divulgaram a conciliação conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527

Descrição das inconsistências	Total	%
Itens a mais – MEP	5	19%
Itens a mais - Partic. não controladores	5	19%
Itens a mais - Partic. não controladores e MEP	4	15%
Uso do “lucro antes dos impostos” como ponto de partida da conciliação	3	12%
Itens a mais - Impairment	2	8%
Uso da “receita líquida” como ponto de partida da conciliação	1	4%
Uso do “lucro antes dos minoritários” como ponto de partida da conciliação	1	4%
Itens a mais - Custos e despesas e Outras receitas operacionais	1	4%
Itens a mais - EBITDA proporcional de coligadas	1	4%
Itens a mais - Impairment e EBITDA proporcional	1	4%
Itens a mais - Partic. não controladores, MEP, reversão de juros sobre capital próprio e outorga de opção de ações	1	4%
Itens a mais - Result. não operacional de subsidiárias	1	4%
Total	26	100%

Fonte: Elaborada pelos autores.

É possível verificar com base na tabela 5 que aproximadamente 55% das inconsistências estão relacionadas a inclusão/exclusão do efeito do método de equivalência patrimonial no resultado e da participação de acionistas não controladores ou minoritários.

4.2 Análises Quantitativas

A tabela 9 a seguir apresenta a quantidade de empresas e a quantidade de observações para cada uma das três variáveis *dummy* do modelo. A tabela 10, por sua vez, apresenta a estatística descritiva do modelo testado:

Tabela 9 – Estatística descritiva das variáveis *dummy*

	Quantidade de empresas		Quantidade de observações	
	1	0	1	0
GOVER	68	14	544	112
PERDA	36	46	111	545
ENEL	13	69	104	552

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 10 – Estatística descritiva geral

	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
GOVER	0.8292683	0.3765615	0	1
PERDA	0.1692073	0.375221	0	1
ENEL	0.1585366	0.3655221	0	1
RL	4306.582	10265.81	-805.954	88377
IMOB	14819.09	69386.72	2.705	657873

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme Fávero (2015, p. 301), a estimação mais comum de um modelo logístico para dados em painel é a *Pooled Logit*. Tal estimação considera a existência de erros-padrão robustos com agrupamento por indivíduo para que haja o controle da correlação dos termos de erro para as observações ao longo do tempo.

De acordo com o resultado do teste χ^2 é possível concluir que pelo menos uma variável do modelo é estatisticamente significativa para explicar a probabilidade de uma companhia divulgar o EBITDA em relatórios corporativos a um nível de 0,05%. Na sequência foi avaliado o nível de eficiência global e a taxa de acerto do modelo, a qual possibilita ao pesquisador avaliar a incidência do evento para realizar previsões para companhias não presentes na amostra (Fávero, 2015, p. 115).

A partir dos resultados desse teste de eficiência, foi possível visualizar que apenas 04 observações foram classificadas como “evento” contudo deveriam ter sido classificadas como “não evento” e que apenas 20 observações deveriam ter sido classificadas como “evento”, mas foram classificadas como “não evento”. Já a taxa de acerto do modelo é de 94,21%, o que sugere um bom potencial do modelo para a realização de previsões para empresas que estão fora da amostra da presente pesquisa no tocante ao evento “divulgação do EBITDA”.

A próxima tabela indica a significância das variáveis do modelo:

Tabela 11 - Significância das variáveis

Variáveis	y1
GOVER	2.358*** (0.877)
PERDA	-0.813 (0.615)
RL	-0.000192*** (4.93e-05)
ENEL	0.133 (0.824)
IMOB	3.37e-05*** (7.89e-06)
Constant	1.724*** (0.635)
Observations	656

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Com base neste resultado é possível verificar que as variáveis “GOVER”, “RL” e “IMOB” se mostraram estatisticamente diferentes de zero ao nível de significância de 1%. As demais variáveis, PERDA e ENEL, não se mostraram significativas para explicar a probabilidade de escolha das companhias da amostra pela divulgação do EBITDA.

A variável “GOVER” aponta para uma relação positiva com o evento investigado (conforme esperado e postulado na H1), contudo, por se tratar de uma variável *dummy* (0 ou 1), o resultado é analisado da seguinte forma: a probabilidade de divulgação do EBITDA de uma empresa que adere aos níveis de governança da B3 é 2,358% maior em comparação a empresas que não aderem a estes mesmos níveis de governança. Este resultado é o principal resultado das análises estatísticas ora apresentadas. Significa dizer que se uma empresa adere a qualquer nível de governança do mercado acionário brasileiro, ela tem aproximadamente 2,4% mais propensão de divulgar a medida não-GAAP EBITDA do que empresas no mesmo mercado, mas que não aderiram a estes níveis.

Entwistle *et al.* (2012) utilizam a qualidade da governança corporativa como *proxy* para avaliar a qualidade informacional de medidas não-GAAP dado que se trata de um “atributo primário que investidores podem avaliar ao acessarem a credibilidade das divulgações de uma empresa” (p. 234). Frankel *et al.* (2011) focam nas características do conselho de governança para entender se o monitoramento sobre as exclusões via métricas não-GAAP impacta a qualidade de tais divulgações, concluindo que quanto menos independente o conselho for, de menor qualidade será tal divulgação. Dessa maneira, entende-se que os resultados deste artigo conversam com evidências anteriores no sentido de destacar o incremento informacional nas medidas não-GAAP quando empresas aderem a padrões mais elevados de monitoramento e controle sobre os relatórios corporativos.

A variável “RL” apresentou uma relação negativa com o evento investigado (conforme esperado e postulado na H3) e seu coeficiente aponta que a diminuição de uma unidade (em milhões de reais) na receita líquida das companhias da amostra aumenta a probabilidade de divulgação do EBITDA em 0,000192%. Apesar de ser uma variável explicativa significativa, este resultado percentual não se mostra tão relevante no sentido do impacto prático no mercado, ou seja, da mensuração do impacto para as companhias da amostra e para a realização de previsões para observações fora da amostra. Ainda assim, visto se tratar de um modelo exploratório para identificar as variáveis significativas da divulgação do EBITDA, este resultado continua sendo relevante no contexto da literatura científica de medidas não-GAAP e do EBITDA.

Dentre os resultados apontados por Verriest *et al.* (2018), destacam-se que companhias menores e menos rentáveis estão mais propensas a enfatizar o EBITDA em seus relatórios. O resultado do presente estudo de que empresas com receitas líquidas menores possuem uma maior propensão em divulgar o EBITDA também sugere, em linha com os autores citados, que empresas menores estão mais propensas a divulgar tal métrica. Nesse sentido, pode-se sugerir que empresas podem estar divulgando o EBITDA para melhorar o resultado contábil divulgado em função do seu porte ou em função da sua rentabilidade. Contudo, ainda que isso ocorra, se tais empresas aderirem a níveis de governança corporativa, é possível que as divulgações continuem sendo confiáveis no sentido de que são monitoradas e revisadas por membros independentes da administração, possibilitando que apenas ajustes adequados sejam efetuados.

A variável "IMOB", por sua vez, possui uma relação positiva com a divulgação do EBITDA (conforme esperado e postulado na H5). Assim, quanto maior o saldo do imobilizado de uma companhia, maior é a propensão de a mesma divulgar o EBITDA. Essa relação pode ser explicada pelo fato de que a depreciação dos ativos fixos é um dos ajustes da própria sigla "EBITDA", ou seja, é uma despesa que sempre será expurgada da medida não-GAA, conforme ressaltado anteriormente. De acordo com o coeficiente indicado na tabela 11, o aumento de uma unidade (em milhões de reais) no saldo do imobilizado aumenta a probabilidade de divulgação do EBITDA em 0,0000337%. Da mesma forma como comentado para a variável "RL", esse resultado percentual pode ser considerado baixo, mas a importância do resultado da significância na identificação de variáveis explicativas permanece.

Rozembaum (2018) encontrou, por meio de técnicas estatísticas, que companhias com maior capital intensivo (maior proporção de ativo fixo) focam no EBITDA. Ou seja, conforme hipotetizado neste artigo, esperava-se que empresas com maiores saldos de imobilizado, os quais são depreciados, tendem a aderir à divulgação voluntária do EBITDA visto que terão o efeito de tal despesa revertido via EBITDA. Pelo fato de a depreciação ser um ajuste não caixa no período em que é reconhecida, pode-se afirmar que existem reivindicações do mercado que justificam a natureza desse ajuste, conforme discutem Autores (2019).

Esperava-se que a variável "PERDA" apontasse para uma significância dentro do modelo (conforme hipótese H2), no sentido de que a literatura indica que quando o resultado contábil não atinge a meta desejada por uma entidade para fins externos, esta pode divulgar uma medida não-GAAP para "suprir" o número não alcançado e desejado pela administração (Marques, 2010; Verriest *et al.*, 2018). Contudo, o fato de uma empresa apresentar prejuízo ao invés de apresentar lucro não se mostrou estatisticamente significativo. Uma das possíveis explicações para a não significância deste parâmetro pode ser o fato de que o EBITDA é divulgado pelas empresas da amostra independentemente do resultado contábil, já que se tornou uma medida de desempenho comum no mercado acionário brasileiro, conforme resultados descritivos.

Por fim, era esperado pelos pesquisadores que a variável "ENEL", conforme postulado na hipótese H4, também se mostrasse estatisticamente significativo, em especial pelo fato de que as análises descritivas apontaram que companhias do setor de energia elétrica possuem maior concentração de divulgação do EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados. Contudo, o resultado estatístico não confirmou tal hipótese.

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa objetivou realizar um mapeamento descritivo e identificar os fatores determinantes da divulgação voluntária da medida não-GAAP "EBITDA" em relatórios financeiros de companhias listadas brasileiras.

Com base nos procedimentos descritivos os principais resultados foram os seguintes: 1) 83% das companhias da amostra divulgaram o EBITDA em pelo menos um dos períodos analisa-

dos; 2) Destes 83%, 85% das companhias divulgaram o EBITDA de forma consistente em todos os 10 períodos analisados; 3) 72% do total de empresas divulgou uma conciliação ao EBITDA de acordo com os requisitos de cálculo da ICVM nº 527; e 7) 55% das inconsistências referem-se à exclusão do efeito do MEP e da participação de acionistas minoritários.

A partir desses resultados é possível concluir que o EBITDA possui representatividade de divulgação no mercado acionário brasileiro e que tal divulgação pode estar sendo efetuada em função da demanda do mercado em receber sinais que enderecem a ausência de respostas em relação ao desempenho empresarial das companhias.

Verificar se as divulgações das medidas não-GAAP investigadas estavam ou não em *compliance* com alguns requerimentos foi de grande importância para a pesquisa, uma vez que a mesma envolve a atual e delongada discussão a respeito da adequada utilização e divulgação por companhias em diferentes mercados. É possível concluir, em linhas gerais, que a prática do uso e divulgação do EBITDA tem ocorrido de forma ampla, de forma consistente no tempo e de forma regular, pela identificação de uma prática positiva da divulgação de conciliações ao lucro contábil.

Com base nos procedimentos estatísticos pode-se concluir que empresas que aderem a níveis de governança corporativa, que possuem receitas líquidas menores e que possuem maiores saldos de imobilizado estão mais propensas a divulgar a medida não-GAAP “EBITDA” em relatórios corporativos. Pelo fato de as variáveis significantes da pesquisa não terem apresentado um efeito percentual tão relevante, com exceção da variável GOVER que apresentou um percentual de 2,4%, sugere-se que empresas com melhor padrão de qualidade informacional tendem a divulgar o EBITDA pois entendem que a divulgação da referida medida está atrelada a uma melhora ou manutenção de sua transparência e outras qualidades relacionadas ao reporte corporativo que podem colaborar para minimizar a assimetria informacional existente no mercado.

De forma prática, esses resultados tomados em conjunto podem sugerir que medidas não-GAAP afetam positivamente as avaliações dos participantes do mercado quando passam pelo “crivo” de órgãos internos de governança corporativa, que analisam e discutem o uso e a divulgação de tais métricas ao mercado. Um dos possíveis impactos é que a credibilidade das informações não contábeis aumenta de acordo com o nível de governança corporativa, o que faz com que usuários externos possam julgar também com base nesse critério se a medida não-GAAP é mais ou menos discricionária. Adicionalmente, entes reguladores podem direcionar suas fiscalizações sobre a divulgação do EBITDA também considerando a adesão ou não de empresas listadas aos níveis de governança existentes. Por fim, o nosso estudo endereça uma questão ainda não investigada no cenário brasileiro, fornecendo novas evidências na literatura nacional de medidas não-GAAP.

Duas limitações do presente estudo que podem ser citadas são: (i) a amostra é restrita a empresas que fazem parte do IBrX 100; e (ii) os efeitos percentuais apresentados pelo modelo logístico elaborado são pequenos; assim, apesar de algumas variáveis terem significância para explicar a propensão da divulgação do EBITDA, é possível que as mesmas não sejam as únicas variáveis explicativas desse fenômeno.

Os resultados apresentados neste estudo corroboram com as atuais reivindicações do mercado e com as premissas da sinalização de que as medidas não-GAAP investigadas estão geralmente sendo divulgadas de forma adequada, uma vez que companhias com as ações mais negociadas do mercado buscarão se diferenciar positivamente das demais.

6 REFERÊNCIAS

Agência Nacional de Energia Elétrica. (2016). Instituição de Indicadores Públicos de Sustentabilidade Econômico-Financeira. Retirado de http://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/consulta_publica/documentos/Nota%20T%C3%A9cnica%202016%20067.pdf

- Alcade, A. (2010). Efeitos hierárquicos na margem Ebitda: influências do tempo, firma e setor (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo). Retirado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-03112010-164839/pt-br.php>
- Autores (2019).
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-501. Retirado de: www.jstor.org/stable/1879431
- Black, D. E., Black, E. L., Christensen, T. E., and Waagelein, J. F. (2014). The effects of executive compensation contracts and auditor effort on pro forma reporting decisions. Retirado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1312562.
- Black, E. L. (2016). The ethical reporting of non-GAAP performance measures. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 7-11. doi: 10.1590/1808-057x201690090.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Larson, C. R. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 285-319. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.001>
- B3 (s.d.). Índice Brasil 100 (IBrX 100). Retirado de http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm.
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus the street: an empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41-66. doi: 10.1111/1475-679X.00038.
- Cameron, R., Percy, M., & Stevenson-Clarke, P. (2012). Do Large Australian Companies Emphasise Non-GAAP Financial Measures Over Statutory Net Profit (GAAP) in Annual Reports?, *JASSA*, 1, 19-35. Retirado de: http://www.finsia.com/information_resources/jassa1
- Comissão de Valores Mobiliários (2012). Instrução CVM nº 527. Retirado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst527.html>
- Cormier, D., Demaria, S., & Magnan, M. (2017). Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants? *Managerial Finance*, 43(2), 193-211. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2016-0205>
- Dainelli, F., Bini, L., & Giunta, F. (2013). Signaling strategies in annual reports: Evidence from the disclosure of performance indicators. *Advances in Accounting*, 29(2), 267-277. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2013.09.003>
- Davern, M., Gyles, N., Hanlon, D., & Pinnuck, M. (2019). Is Financial Reporting Still Useful? Australian Evidence. *Abacus*, 55(1), 237-272. <https://doi.org/10.1111/abac.12152>
- Deloitte (2016). *IFRS on Focus: alternative performance measures: a practical guide*. Retirado de <http://www.iasplus.com/en/publications/global/other/apm>.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 181-235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Carvalho, V. J. R. (2014). *Das razões da utilização do EBITDA por profissionais de mercado: uma contribuição prática* (Dissertação de Mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo). Retirado de http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/UPM_5713ab026e5579abc9b3179a7330ab28.
- Elliott, B. W. (2004). Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 81(1), 113-133. Retirado de: <https://www.jstor.org/stable/4093130>
- Entwistle, G. M., Feltham, G. D., & Mbagwu, C. (2012). Credibility Attributes and Investor Perceptions of Non-GAAP Earnings Exclusions. *Accounting Perspectives*, 11(4), 229-257. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12000>

- European Securities and Market Authority (2015). ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures. Retirado de <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>
- Fávero, P. L., Belfiore, P. (2015). *Análise de Dados - Modelos de Regressão com Excel, Stata e SPSS*. Elsevier.
- Frankel, R., McVay, S., & Soliman, M. (2011). Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 719–744. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9166-3>
- Frezatti, F., & Aguiar, A. B. de. (2007). EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 07-24. doi: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20073>.
- Fan, Y., Thomas, W. B., & Yu, X. (2019). The Impact of Financial Covenants in Private Loan Contracts on Classification Shifting. *Management Science*, 65(8). <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3110>
- Inchausti, G. B. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *The European Accounting Review*, 6(1), 45-68. <https://doi.org/10.1080/096381897336863>
- International Accounting Standards Board (2011). Use of underlying earnings and non-GAAP measures. Retirado de <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/Advisory%20Council/2011/June/20th%20and%2021st/AC-0611-AP6.pdf>
- International Accounting Standards Board (2019). IASB proposes to require comparable profit sub-totals and bring greater transparency to ‘non-GAAP’ measures. Retirado de <https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/12/iasb-proposes-to-bring-greater-transparency-to-non-gAAP-measures/>
- International Federation of Accountants (2014). Developing and reporting supplementary financial measures - Definition, principles and disclosures. Retirado de <https://www.ifac.org/publications-resources/developing-and-reporting-supplementary-financial-measures-definition-principles>
- International Organization of Securities Commissions (2016). Statement on Non-GAAP Financial Measures. Retirado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>
- Isidro, H., & Marques, A. (2013). The effects of compensation and board quality on non-gAAP reporting decisions. *The International Journal of Accounting*, 48(3), 289-317. doi: 10.1016/j.intacc.2013.07.004.
- Iudícibus, S. de., & Lopes, A. B. (2004). *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Jennings, R., & Marques, A. (2011). The Joint Effects of Corporate Governance and Regulation on the Disclosure of Manager-Adjusted Non-GAAP Earnings in the US. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(3–4), 364–394. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02238.x>
- Jensen, C. M., & Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jones, G. D. C., Siessere, A. T., & Nakamura, W. T. (2016). O Uso Do Ebitda Como Proxy Do Fluxo De Caixa Operacional Por Empresas Brasileiras. *Revista de Administração de Roraima - RARR*, 6(1), 71. <https://doi.org/10.18227/2237-8057rarr.v6i1.3165>
- KPMG (2016). Divulgações contábeis 2016 - Um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medições não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente. Retirado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2016/11/br-divulgacoes-contabeis-outubro-2016.pdf>.

- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: an empirical examination of “pro forma” earnings. *The Accounting Review*, 79, 769-795. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.3.769>
- Macedo, M. A. S., Machado, M. R., Murcia, F. D., & Machado, M. A. V. (2012). Análise da relevância do EBITDA versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99-130. doi: 10.14392/ASAA/2012050105.
- Malikov, K., Coakley, J., & Manson, S. (2019). The effect of the interest coverage covenants on classification shifting of revenues. *European Journal of Finance*, 25(16), 1572–1590. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1618888>
- Malone, L., Tarca, A., & Wee, M. (2016). IFRS non-GAAP earnings disclosures and fair value measurement. *Accounting & Finance*, 56, 59-97. <https://doi.org/10.1111/acfi.12204>
- Marques, A. (2006). SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. *Review of Accounting Studies*, 11(4), 549–574. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9016-x>
- Marques, A. (2010). Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. *British Accounting Review*, 42(2), 119–131. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.02.004>
- Marques, A. (2017). Non-GAAP earnings: international overview and suggestions for research. *Meditari Accountancy Research*, 25(3), 318-335. doi: 10.1108/MEDAR-04-2017-0140.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572. Retirado de: [from www.jstor.org/stable/155561](http://www.jstor.org/stable/155561)
- Momose, C. I. (2009). *EBITDA: sua utilização e interpretação no contexto da qualidade das informações contábeis na visão dos analistas de mercado de capitais* (Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo). Retirado de <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/1726>.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18, 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Ritta, C. D. O., Fabris, T. R., & Klann, R. C. (2017). *Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de A study on causality between EBITDA and return of shares of brazilian*. (Xviii), 115–130.
- Rozenbaum, O. (2019). EBITDA and Managers’ Investment and Leverage Choices. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), 513–546. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12387>
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *Brazilian Business Review*, 2(1), 53-70. Retirado de: <http://www.redalyc.org/pdf/1230/123016184004.pdf>
- Securities and Exchange Commission - SEC (2003). *Final rule: conditions for use of non-GAAP financial measures*. Release No. 33-8176, 34-47226; FR-65. Retirado de <https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>.
- Shumsky, T., & Francis, T. (2016). Accounting Choices Blur Profit Picture. *The Wall Street Journal*. Retirado de <http://www.wsj.com/articles/accounting-choices-blur-profit-picture-1467086625>.
- Young, S. (2014). The drivers, consequences and policy implications of non-GAAP earnings reporting. *Accounting and Business Research*, 44(4), 444-465, doi: 10.1080/00014788.2014.900952.
- Verriest, A., Bouwens, J., & Kok, T. (2018). The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure. Retirado de: <https://ssrn.com/abstract=3171131>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.
- Zhang, H, & Zheng, L. 2011. The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 51, 186-202. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.001>