UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

GABRIELA DE SOUZA VASCONCELOS

IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA
Ajustado” no cenário corporativo brasileiro

São Paulo
2017

Prof. Dr. Marco Antônio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos
Chefe de Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

GABRIELA DE SOUZA VASCONCELOS

IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no cenário corporativo brasileiro

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título Mestre em Ciências.

Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia

Versão Corrigida

(versão original disponível na Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)
São Paulo,
2017

Autorizo a reprodução e divulgação, total ou parcial, deste trabalho, por qualquer meio, convencional ou eletrônico para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

**Catálogo na publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Universidade de São Paulo**

Vasconcelos, Gabriela de Souza

IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA” ajustado no cenário corporativo brasileiro / Gabriela de Souza Vasconcelos. – São Paulo, 2017

149 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2017.
Orientador: Fernando Dal-Ri Murcia.

1. Padrões e normas contábeis 2. Medida de desempenho não-GAAP
3. EBITDA 4. EBITA Ajustado I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.0218

AGRADECIMENTOS

À Deus, autor da vida, pela certeza da salvação em Cristo Jesus e por incontáveis bênçãos concedidas imerecidamente a mim!

Aos meus amados pais, Marco Tullio e Ana Lúcia, pelo amor, dedicação incansável ao lar e pelos conselhos, os quais levarei como herança preciosa para o resto de minha vida. Amo vocês!

Aos meus irmãos, Mariana, Camila e Marco Aurélio, pela amizade, risadas e por sempre torcerem por mim. Em especial, agradeço à Camila, minha querida irmã gêmea, pelas portas que me foram abertas para que esta pesquisa fosse possível.

Ao meu amado esposo, Fernando Andrade, pelo companheirismo, respeito, apoio em todos os momentos e amor verdadeiro com o qual me ama.

Ao meu querido orientador Prof. Dr. Fernando Murcia, pelos ensinamentos valiosos durante a árdua caminhada do mestrado, gentileza de seus gestos e pela visível paixão ao que faz: educar.

Aos professores que compõem a banca examinadora desta pesquisa, pelo tempo empregado na leitura do meu trabalho e discussões que certamente enriqueceram minha carreira acadêmica.

Aos meus colegas de mestrado e doutorado, a quem serei sempre grata: Paola Londero, Robson Pereira, Samuel Durso, Taynah Ueda e Vitor Nasu, pela colaboração na minha pesquisa e pelas palavras de encorajamento que me foram sempre direcionadas quando necessitei.

Toda honra e glória sejam dadas ao SENHOR!

EPÍGRAFE

“Não digas, pois, no teu coração: A minha força e o poder do meu braço me adquiriram estas riquezas. Antes, te lembrarás do SENHOR, teu Deus, porque é ele o que te dá força para adquirires riquezas; para confirmar a sua aliança, que, sob juramento, prometeu a teus pais, como hoje se vê”. Deuteronômio 8:17-18.

RESUMO

Vasconcelos, G. S. (2017). IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no cenário corporativo brasileiro. 2017. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

O presente estudo tem por objetivo investigar as características e implicações da divulgação voluntária das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” em relatórios financeiros preparados conforme IFRS no cenário corporativo brasileiro. A principal preocupação relacionada a divulgações voluntárias é se de fato estas informações garantem a qualidade do processo decisório dos usuários. A natureza do estudo é empírico-teórica com abordagem qualitativa e quantitativa. Os dados documentais foram extraídos de três fontes: Thomson Reuters; relatórios anuais e *press releases* disponibilizados no site de cada companhia; e formulários de referência disponibilizados no site da CVM. A amostra selecionada é a do índice IBrX 100 e os dados analisados são dos períodos trimestrais e anuais de 2014 e 2015. Para coleta das percepções sobre o uso e divulgação das métricas estudadas, aplica-se o questionário semiestruturado com sócios de firmas BigFour. Os principais resultados qualitativos sugerem, em linhas gerais: que o uso e divulgação das medidas estudadas tem ocorrido de forma ampla, consistente e regular; que 79% dos ajustes adicionais efetuados pelas companhias por meio do EBITDA Ajustado são consequência de princípios e regras contábeis vigentes conforme IFRS; que os ajustes adicionais mais comuns efetuados pelas companhias são Impairment, Provisões, Correção de Erros e Equivalência Patrimonial; e que o uso e divulgação das medidas investigadas se faz necessário uma vez que a contabilidade não é suficiente para prover aos seus usuários uma medida que forneça o desempenho isolado da atividade operacional de uma companhia. Pode-se concluir com base nos resultados quantitativos deste estudo que empresas de maior porte, que aderem a níveis de governança corporativa e que possuem receitas líquidas menores, estão mais propensas a divulgar as medidas “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”. As evidências advindas deste estudo podem ser úteis para colaborar com a discussão atual de órgãos reguladores e normatizadores ao apontar o papel informativo de medidas alternativas de mensuração, mas não deixando de alertar que estes números necessitam ser acompanhados e fiscalizados pelos entes e instituições cabíveis.

Palavras-chave: IFRS; Medida de desempenho não-GAAP; EBITDA; EBITDA Ajustado.

ABSTRACT

Vasconcelos, G. S. (2017). IFRS and the disclosure of non-GAAP performance measures "EBITDA" and "Adjusted EBITDA" in the brazilian corporate scenario. 2017. Dissertation (Master degree) - Faculty of Economics, Administration and Accounting, University of São Paulo, São Paulo.

The present study aims to investigate the characteristics and implications of the voluntary disclosure of non-GAAP performance measures "EBITDA" and "Adjusted EBITDA" in financial reports prepared under IFRS in the Brazilian corporate scenario. The main concern related to voluntary disclosures is whether this information actually guarantees the quality of the user's decision-making process. The nature of the study is empirical-theoretical with a qualitative and quantitative approach. Documentary data were extracted from three sources: Thomson Reuters; annual reports and press releases made available on each company's website; and reference forms available on the CVM website. The selected sample is the IBRX 100 index and the data analyzed are from the quarterly and annual periods of 2014 and 2015. To collect the perceptions about the use and disclosure of the metrics studied, the semi-structured questionnaire is applied with partners of BigFour firms. The main qualitative results suggest, in general lines: that the use and disclosure of the measures studied has occurred in a broad, consistent and regular way; that 79% of the additional adjustments made by the companies through Adjusted EBITDA are a consequence of accounting principles and rules according to IFRS; that the most common additional adjustments made by the companies are Impairment, Provisions, Errors and Equity Method; and that the use and disclosure of the measures investigated becomes necessary since accounting is not sufficient to provide its users with a measure that provides the isolated performance of a company's operating activity. It can be concluded from the quantitative results of this study that larger companies, which adhere to levels of corporate governance and have lower net revenues, are more likely to disclose the measures "EBITDA" and "Adjusted EBITDA". Evidence from this study may be useful to collaborate with the current discussion of regulators and regulators by pointing out the informative role of alternative measures of measurement, while noting that these figures need to be monitored and monitored by appropriate bodies and institutions.

Key words: IFRS; Non-GAAP performance measure; EBITDA; Adjusted EBITDA.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais análises descritivas sobre as divulgações do EBITDA e do EBITDA Ajustado	77
Quadro 2 - Relação entre o questionário final, referencial teórico da pesquisa, pré-teste e julgamento crítico da pesquisadora.....	96
Quadro 3 - Implicações fornecidas na 14ª questão do questionário	103
Quadro 4 - Principais análises descritivas sobre os questionários aplicados com sócios de firmas Big Four	115
Quadro 5 - Principais conclusões advindas das evidências desta pesquisa	133

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Exemplo de cálculo do EBITDA.....	37
Tabela 2 - Exemplo de descontinuação de linha produtora	41
Tabela 3 - Concentração de "Outros acionistas" para cada uma das empresas da amostra em 31.12.2015.....	47
Tabela 4 - Companhias do índice "IBrX 100" no dia 24.02.2017	61
Tabela 5 - Companhias ativas do índice "IBrX 100" no dia 24.02.2017	63
Tabela 6 - Concentração de companhias por setor	64
Tabela 7 - Empresas que não divulgaram o EBITDA e o EBITDA Ajustado para todos os períodos analisados	65
Tabela 8 - Divulgação do EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados	66
Tabela 9 - Composição da divulgação do EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados.....	66
Tabela 10 - Empresas que não divulgaram o EBITDA para os 10 períodos analisados	67
Tabela 11 - Não divulgação do EBITDA (*) Para todos os períodos analisados	67
Tabela 12 - Empresas que não divulgaram o EBITDA para todos os períodos analisados.....	68
Tabela 13 - Divulgação de conciliação ao EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados (**) Conciliação do montante divulgado, independentemente de estar conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527	68
Tabela 14 - Abertura das empresas que não divulgaram uma conciliação ao EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados	69
Tabela 15 - Divulgação de conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados	69
Tabela 16 - Abertura das empresas que divulgaram a conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados.....	70
Tabela 17 - Composição das inconsistências das 15 empresas que não divulgaram a conciliação conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527 (*) Para pelo menos um dos períodos analisados	71
Tabela 18 - Divulgação do EBITDA Ajustado (*) Para pelo menos um dos períodos analisados	72
Tabela 19 - Composição da divulgação do EBITDA Ajustado (*) Para pelo menos um dos períodos analisados	72

Tabela 20 - Empresas que não divulgaram o EBITDA Ajustado para os 10 períodos analisados	73
Tabela 21 - Não divulgação do EBITDA Ajustado (*) Para todos os períodos analisados.....	73
Tabela 22 - Empresas que não divulgaram o EBITDA Ajustado para todos os períodos analisados	74
Tabela 23 - Divulgação de conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA Ajustado (*) Para pelo menos um dos períodos analisados	75
Tabela 24 - Abertura das empresas que divulgaram a conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA Ajustado para pelo menos um dos períodos analisados	76
Tabela 25 - Empresas que estão classificadas como havendo reportado inconsistências de cálculo e quantidades de períodos em que o EBITDA Ajustado > EBITDA	79
Tabela 26 - Razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos	82
Tabela 27 - Razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos	83
Tabela 28 - Categorias de ajustes efetuados pelas companhias da amostra	85
Tabela 29 - Montantes dos ajustes efetuados pelas companhias da amostra e a relação entre os ajustes e normas contábeis conforme IFRS	87
Tabela 30 - Concentração setorial das companhias que divulgaram o EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados	92
Tabela 31 - Concentração setorial das companhias que divulgaram o EBITDA Ajustado para pelo menos um dos períodos analisados	93
Tabela 32 - Percepções de sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas “Big Four” sobre o uso e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado nos relatórios corporativos de empresas listadas	101
Tabela 33 - Pergunta 1 Questionário	107
Tabela 34 - Pergunta 2 Questionário	108
Tabela 35 - Pergunta 3 Questionário	108
Tabela 36 - Pergunta 5 Questionário	110
Tabela 37 - Perguntas 6 à 13 Questionário	113
Tabela 38 - Comando "xtset"	119
Tabela 39 - Comando "tab"	120

Tabela 40 - Comando "xtttrans y1"	120
Tabela 41 - Comando "logit"	120
Tabela 42 - Comando "estat class"	121
Tabela 43 - Comando "estat class" (cont.).....	122
Tabela 44 - Comando "logit" (cont.).....	122
Tabela 45 - Resumo das razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos.....	129
Tabela 46 - Resumo das razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos.....	130

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica

BM&FBOVESPA¹ - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CAPEX - *Capital Expenditure*

CFC - Conselho Federal de Contabilidade

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CPV - Custo dos Produtos Vendidos

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DRE - Demonstração de Resultado do Exercício

EBIT - *Earnings Before Interest and Tax*

EBITDA - *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*

ESMA - *European Securities and Markets Authority*

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

FMA - *Financial Market Authority*

GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles*

IAASB - *International Auditing and Assurance Standards Board*

IASB - *International Accounting Standards Board*

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFAC - *International Federation of Accountants*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IOSCO - *International Organization of Securities Commissions*

IPO - *Initial Public Offering*

ISAs - *International Standards on Auditing*

LAJIDA - Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização

LAJIR - Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

NBC TAs - Normas Brasileiras de Contabilidade de Auditoria Independente

ROE - *Return on Equity*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

¹ Em 2017 a BM&FBOVESPA fundiu com a CETIP formando a nova empresa Brasil Bolsa Balcão S.A. - B3. Será mantida a sigla “BM&BOVESPA” como referência a bolsa de valores brasileira nesta pesquisa.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Contextualização e problema de pesquisa	17
1.2 Objetivos	21
1.2.1 Objetivos específicos	22
2 IMPORTÂNCIA	24
2.1 Relevância para a academia	24
2.2 Relevância para o mercado	25
2.2.1 Órgãos normatizadores e emissores de normas contábeis internacionais	25
2.2.2 Mercados de capitais	28
2.2.3 Auditoria externa independente	30
2.3 Relevância para a pesquisadora e para o contexto brasileiro	33
3 EBITDA	36
3.1 Surgimento do EBITDA	36
3.2 Conceito e cálculo do EBITDA	36
3.3 Prós e contras do EBITDA	37
3.4 Ajustes adicionais ao EBITDA	40
4 PLATAFORMA TEÓRICA	44
4.1 Marco teórico	44
4.2 Evidências anteriores	49
4.3 Hipóteses	52
5 METODOLOGIA E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	56
5.1 Orientação metodológica	56
5.2 Procedimentos metodológicos	56
5.2.1 Amostra e coleta de dados	57
5.2.2 Características e análises descritivas da amostra do método documental	60

5.2.2.1 Divulgação do EBITDA	66
5.2.2.2 Divulgação do EBITDA Ajustado	72
5.2.2.3 EBITDA Ajustado > EBITDA?.....	77
5.2.2.4 Por que as empresas utilizam e divulgam o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado?.....	80
5.2.2.5 Tipos de ajustes.....	83
5.2.2.6 Concentração setorial.....	90
5.2.3 Características e análises descritivas da amostra do método questionário	93
5.2.4 Análises quantitativas	117
5.2.4.1 Comandos utilizados e outputs do STATA	118
6 CONTRIBUIÇÕES E IMPACTOS DA PESQUISA	125
6.1 Análise conjunta dos resultados apresentados	125
APÊNDICE.....	136
APÊNDICE A - Questionário	136
ANEXO	139
ANEXO A - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido.....	139
ANEXO B - Log Estatístico do STATA.....	141
REFERÊNCIAS.....	144

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e problema de pesquisa

Medidas utilizadas para avaliação e monitoramento do desempenho empresarial que não refletem os fundamentos teóricos presentes nos normativos contábeis em vigor são comumente denominadas de “não-GAAP”, ou seja, são medidas alternativas de mensuração que não atendem aos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) (Nichols, Gray, & Street, 2005), princípios estes inerentes aos demonstrativos financeiros preparados e reportados conforme *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Números advindos da aplicação dessas medidas estão geralmente associados a resultados ou ganhos ajustados², embora existam métricas não-GAAP que objetivam quantificar outras facetas do desempenho empresarial. Dada a grande variedade de conceitos e diferentes indicadores desenvolvidos para apurar o desempenho das empresas, o papel de medidas não-GAAP na comunicação corporativa tem sido questionado tanto na academia (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003; Cormier, Lapointe-Antunes, & Magnan, 2011; Malone, Tarca, & Wee, 2016) como por órgãos reguladores de normas contábeis internacionais (*International Federation of Accountants* [IFAC], 2014; *International Accounting Standards Board* [IASB], 2015) e por firmas globais de consultoria e auditoria (PricewaterhouseCoopers, 2014; Deloitte, 2016a).

A afirmação de que “analisar os resultados das organizações sempre foi uma preocupação do mercado financeiro dado que os investidores e acionistas precisam basear suas decisões sobre a aplicação de recursos em informações confiáveis para assegurar o melhor retorno no longo prazo” (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2017, p. 23) é inquestionável. O monitoramento e divulgação do desempenho empresarial por meio da utilização de medidas alternativas de mensuração se faz importante pelo fato de que as informações obtidas pela análise puramente contábil e fiscal dos resultados das empresas possibilitam uma conclusão limitada a estas mesmas perspectivas, o que na sociedade moderna e mercados competitivos torna-se profundamente inadequado.

No contexto onde os usuários de informações econômico-financeiras sentem a necessidade de ampliar suas visões para considerar as variadas perspectivas do desempenho

² Ganhos não-GAAP geralmente são divulgados pelas companhias como sendo o resultado da dedução de itens classificados como não recorrentes e/ou não operacionais do lucro contábil apurado pela Demonstração de Resultado do Exercício (DRE).

empresarial das companhias é que o uso de métricas não contábeis tem o seu lugar garantido. Entende-se para fins deste estudo que nem todos os indicadores financeiros de desempenho podem ser classificados como mensurações não-GAAP³, pois muitos deles são apenas resultado de uma relação entre dois elementos retirados diretamente das demonstrações financeiras, sem que haja a interferência manual de ajustes que estejam em discordância com a estrutura financeira aplicável. Para exemplificar: o famoso Retorno sobre o Patrimônio Líquido, *Return on Equity* (ROE), é o índice que mede a lucratividade percentual de retorno do lucro líquido sobre o patrimônio líquido da empresa. No entanto, há outros indicadores financeiros que podem ser classificados como não-GAAP, como o “lucro por ação ajustado”, medida muito utilizada em reportes corporativos, a qual modifica o lucro por ação contábil através de ajustes (adições ou exclusões) ao lucro líquido⁴.

O uso de medidas alternativas de mensuração de desempenho⁵ em relatórios financeiros representa um ato espontâneo da alta administração das companhias. Em outras palavras, medidas não contábeis fazem parte de informações financeiras que são disponibilizadas de forma voluntária pelas empresas, sendo estas registradas ou não em mercados de capitais. Meek, Roberts e Gray (1995) afirmam que o objetivo da divulgação de informações complementares às requeridas por exigências legais é o de fornecer dados relevantes para contribuir com as necessidades de decisão dos usuários das demonstrações financeiras.

Atualmente as diretrizes contábeis conforme IFRS consideram válida, e pode-se dizer que até mesmo necessária, a finalidade da divulgação voluntária de informações pelas empresas. A Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, CPC 00 R1 (2011), afirma que “relatórios contábil-financeiros de propósito geral não atendem e não podem atender a todas as informações de que investidores, credores por empréstimo e outros credores, existentes e em potencial, necessitam” (para. OB6). Desta forma, essa assertiva corrobora com o fato de que os citados relatórios são simplificações da realidade e, portanto, *stakeholders* e *shareholders* de uma entidade podem necessitar de dados adicionais advindos de outras fontes para assegurar suas avaliações econômico-financeiras.

³ O presente estudo se baseia em um indicador financeiro de desempenho empresarial que pode ser classificado como uma medida não-GAAP, vide nota de rodapé 5.

⁴ Esta diferenciação é necessária pois durante toda a pesquisa os termos “indicador de desempenho não-GAAP”, “medida não-GAAP” e respectivos sinônimos são utilizados e não é desejável que o leitor seja confundido pela falta de clareza da pesquisadora.

⁵ Para fins desta pesquisa, os termos “mensuração de desempenho empresarial” e “mensuração de performance empresarial” possuem o mesmo significado.

Most (1977) sugere, seguindo essa mesma linha de raciocínio, que modelos de divulgação podem ser elaborados para que questionamentos sejam respondidos na ausência da imposição de leis ou regras, haja vista que “*conventional financial statements contain only part of the information relevant to the finance function*”⁶ (p. 100).

O uso de mensurações não-GAAP em reportes corporativos por parte de companhias abertas brasileiras é reconhecido por desempenhar função essencial no auxílio para a tomada de decisão dos usuários das demonstrações financeiras. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ressaltou essa relevância pela primeira vez através do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2005, tópico 1.9, o qual aponta que:

A relevância da divulgação de medições não baseadas em normas contábeis é evidente, haja vista que pretende influenciar as decisões econômicas dos usuários acrescentando elementos não previstos na estrutura dos relatórios usuais das demonstrações contábeis baseadas em princípios de contabilidade.

Uma das medidas não-GAAP mais utilizadas no mercado corporativo brasileiro é o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) e seus derivados (IBGC, 2017)⁷. A intenção dos divulgadores desta métrica pode ser pontuada no sentido de apresentar a geração bruta (ou operacional) de caixa⁸ da companhia por meio de ajustes ao lucro ou prejuízo contábil apurado pela Demonstração de Resultado do Exercício (DRE). Segundo o IASB, o desenvolvimento de outras metodologias pode estar atrelado ao fato de que há uma percepção no mercado de que a real *performance* operacional⁹ de uma empresa e seu potencial de crescimento não podem ser refletidos adequadamente por meio de uma medida única (IFRS, 2011).

Apesar da existência de reivindicações legítimas quanto ao uso do indicador financeiro “EBITDA” e seus derivados, ao ser observado um aumento gradativo deste tipo de medida

⁶ As normas de elaboração de trabalhos acadêmicos segundo o estilo APA (*American Psychological Association*) permitem que o pesquisador faça citações em inglês sem a necessidade de traduzi-las. A pesquisadora manteve esta abordagem por considerar que muitas palavras perderiam o sentido quando da tradução para o português.

⁷ O EBITDA e seus derivados são considerados medidas não-GAAP para fins deste estudo, uma vez que apesar de não serem proibidos pelas normas contábeis conforme IFRS, os mesmos são frutos de ajustes (exclusões e adições) não permitidos por elas.

⁸ Importante salientar que o termo “geração bruta de caixa” não diz respeito à conversão de ativos em caixa. Trata-se do esforço de uma companhia em produzir caixa através da utilização de seus ativos circulantes.

⁹ A expressão “*performance* operacional” refere-se ao desempenho de uma empresa no tocante ao ciclo de sua atividade principal.

acompanhando os relatórios financeiros de companhias abertas no Brasil, a Instrução CVM nº 527 foi publicada visando regular o uso das informações LAJIDA (*EBITDA*) - Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização, e LAJIR (*EBIT*) - Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

Importa salientar que além dos ajustes resultantes da própria sigla “EBITDA”, outros ajustes podem ser realizados e divulgados sob o nome “EBITDA Ajustado” ou sob outro formato similar. Estes outros ajustes teriam a finalidade de complementar o ajuste ao lucro contábil com itens que vão além dos juros, impostos, depreciação e amortização, como por exemplo a exclusão do *impairment* contábil ou exclusão da perda na baixa de ativos fixos, dentre outros. O *Statement on Non-GAAP Financial Measures* desenvolvido pelo *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), órgão de regulamentação global das comissões de valores mobiliários, alertou que emissores de medidas não-GAAP devem observar a natureza dos fatos econômicos que pretendem ser ajustados:

In presenting non-GAAP financial measures, issuers sometimes seek to adjust for items that are reasonably likely to recur in the foreseeable future, or are activities that affected the entity in the recent past. In IOSCO's experience there are rarely circumstances where a sufficient explanation could be provided that results in restructuring costs or impairment losses being described as non-recurring. Such items should not be described as non-recurring, infrequent or unusual without sufficient explanation (IOSCO, 2016, p. 5).

A Instrução CVM nº 527 é a única norma instituída no sentido de regular as companhias abertas brasileiras quanto à publicação das medidas não-GAAP citadas. Adicionalmente, a mesma é restrita aos ajustes dos itens suprimidos nas siglas “EBITDA” e “EBIT”, ou seja, sua extensão normativa não abarca ajustes adicionais que não os contidos em suas siglas originais. Verifica-se, portanto, que o ambiente regulatório do mercado de capitais brasileiro permanece distante dos marcos instituídos pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos Estados Unidos, desde o ano de 2001 (SEC, 2010), no que se refere às restrições impostas quando uma companhia aberta decide divulgar métricas não contábeis.

A principal preocupação relacionada a divulgações voluntárias é se de fato estas informações garantem a qualidade do processo decisório dos usuários. Most (1977) chama a atenção para o perigo da divulgação voluntária de informações no sentido de que o mercado se apropria desses dados como variáveis para modelos de avaliação de ações (p. 98). Uma fração

considerável de pesquisas anteriores sugere inconsistências e oportunismo quando do reporte de medidas alternativas de mensuração de desempenho empresarial (Frezatti & Aguiar, 2007; Miller, 2009; Marques, 2010; Marques & Isidro, 2013; Doyle, Jennings, & Soliman, 2013).

De forma similar, o IASB alertou que medidas não-GAAP podem não possuir um conceito comum e serem aplicadas de forma inconsistente entre empresas e países, afetando negativamente a comparabilidade entre os números reportados (IFRS, 2011). O entendimento de que a divulgação de medidas não-GAAP pode trazer malefícios aos participantes do mercado se utilizadas de forma inadequada tem mobilizado pesquisadores, profissionais de mercado e entes normativos e reguladores a estudarem este fenômeno, conforme exposto nos parágrafos anteriores.

Apesar da crescente aderência de grandes firmas quanto a divulgação de informações não-GAAP no Brasil, principalmente com relação à divulgação do indicador “EBITDA” e seus derivados (CVM, 2012), percebe-se a escassez de pesquisas no âmbito científico contábil brasileiro relacionadas a este tema e uma ausência no sentido de apontar as características e implicações relacionadas ao *disclosure* destas medidas.

O presente estudo busca, portanto, estudar o tema da divulgação voluntária das medidas alternativas de mensuração de desempenho empresarial “EBITDA”¹⁰ e “EBITDA Ajustado”¹⁰ no mercado de capitais brasileiro à luz da Teoria da Divulgação e dos pressupostos teóricos da Assimetria Informacional, apoiando-se na literatura existente e nas inquietações do próprio mercado com relação ao tema de modo a contribuir com o avanço da comunidade científica.

Com base nos argumentos expostos neste tópico, o problema de pesquisa que guiará esta investigação é o seguinte: Quais as características e implicações da divulgação voluntária das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” em relatórios financeiros preparados conforme IFRS no cenário corporativo brasileiro?

1.2 Objetivos

O presente estudo busca investigar as características e implicações da divulgação voluntária das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” em relatórios financeiros preparados conforme IFRS no cenário corporativo brasileiro.

¹⁰ A escolha das medidas “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” foi direcionada por três razões: 1) existência de regulamentação pelo mercado de capitais brasileiro por se tratarem de medidas amplamente utilizadas; 2) possibilidade de estudar os ajustes não contábeis efetuados por meio do “EBITDA Ajustado”; e 3) experiência profissional da pesquisadora. Vide aspectos de relevância das referidas medidas no tópico 2.2.2.

1.2.1 Objetivos específicos

A presente investigação científica será guiada por seis principais objetivos para que o problema de pesquisa seja endereçado adequadamente. O primeiro objetivo foi elaborado com base em uma perspectiva descritiva, para que a pesquisa seja direcionada no sentido de examinar as características do fenômeno sob estudo no contexto brasileiro e verificar a adequação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” com aspectos da regulamentação local¹¹. O segundo objetivo foi elaborado com base em uma perspectiva exploratória, no sentido de investigar a existência de uma associação entre os ajustes efetuados por meio da medida de desempenho não-GAAP “EBITDA Ajustado” e as diretrizes contábeis vigentes conforme IFRS. O terceiro objetivo visou apurar o conceito empírico de itens não recorrentes, não usuais e/ou não operacionais de acordo com as divulgações das companhias da amostra. O quarto objetivo foi elaborado para investigar as razões pelas quais as empresas da amostra decidem divulgar o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos. O quinto objetivo foi desenhado para capturar, através da aplicação de questionários junto a profissionais com vasta experiência de mercado, determinadas percepções sobre o uso e divulgação das medidas estudadas. O sexto e último objetivo foi desenhado para investigar as razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos. Em resumo, temos:

- a. Examinar em relatórios financeiros anuais e/ou *press releases* reportados pelas companhias da amostra quais as características da divulgação (frequência, concentração setorial, concordância com aspectos de regulamentação, dentre outras) das medidas não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”;
- b. Investigar quais são os ajustes adicionais¹² mais comuns realizados pelas companhias da amostra através do “EBITDA Ajustado” e a relação entre estes ajustes e requerimentos contábeis conforme IFRS;
- c. Apurar o conceito empírico de itens não recorrentes, não usuais e/ou não operacionais como fruto do exame realizado conforme a letra b) na ótica da companhia;

¹¹ Separamos as empresas por setor com a finalidade de avaliar a existência de exigências regulatórias setoriais, além das exigências comuns às empresas listadas na BM&FBOVESPA e/ou CVM.

¹² Os ajustes analisados são os ajustes adicionais aos juros, impostos, depreciação e amortização.

- d. Investigar as razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos;
- e. Apurar determinadas percepções sobre o uso e divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no mercado corporativo brasileiro sob a ótica de profissionais com expertise de mercado, quais sejam, sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas “Big Four”; e
- f. Testar, por meio de técnicas estatísticas, possíveis determinantes para explicar a propensão de companhias quanto à divulgação da medida não-GAAP “EBITDA”.

2 IMPORTÂNCIA

O presente tópico visa a apresentação dos aspectos de relevância do problema de pesquisa declarado anteriormente, tanto na visão acadêmica como na visão de determinados participantes do mercado, buscando evidenciar o desejo da pesquisadora pela aproximação entre as necessidades da prática e da teoria contábil por meio do desenvolvimento do presente estudo.

O apetite pelo tema de medidas alternativas de mensuração de desempenho é real, atual e muito promissor. Entidades profissionais e reguladoras tem se empenhado para endereçar preocupações concernentes a este tipo de divulgação através, dentre outros meios, da condução de estudos liderados por grandes firmas de consultoria e entes reguladores (*Financial Reporting Council*, 2013; Deloitte, 2015), da disponibilização de *guidances* para auxiliar emissores na preparação e divulgação de medidas não-GAAP em relatórios corporativos (IFAC, 2014; *European Securities and Markets Authority* [ESMA], 2015; IOSCO, 2016) e até mesmo atualização de normas contábeis internacionais para a consideração de princípios imparciais que direcionem a apresentação de subtotais não-GAAP em demonstrativos contábeis, como o caso da atualização do IAS 1 - *Presentation of Financial Statements* (IASB, 2014).

A relevância da pesquisa foi subdividida em três tópicos para melhor apresentação dos sinais de importância do tema percebidos durante a condução da pesquisa.

2.1 Relevância para a academia

A academia internacional tem sinalizado o posto de destaque que o tema vem conseguindo ocupar em sua agenda de pesquisa científica recentemente. O estudo de medidas não-GAAP foi considerado um “tópico quente” da atualidade para a condução da investigação científica pelo Prof. Dr. Ervin Black (2016b) no XVI USP *International Conference in Accounting* e XIII Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, o qual ressaltou o reconhecimento desta linha de pesquisa no cenário acadêmico estrangeiro.

Ao voltarmos os olhos para o contexto nacional, no entanto, é possível perceber um menor alarde com relação ao tema por parte de pesquisadores. Investigações acadêmicas situadas no mercado de capitais brasileiro sobre as características e implicações da utilização destas

medidas e vieses de sua aplicação são pouco representativas¹³. Apesar disto e no intuito de reavivar a relevância da pesquisa contábil, criando uma ponte mais sólida entre o mercado profissional e o meio acadêmico, o tema “medidas não-GAAP” foi referenciado como linha de pesquisa que pode ser considerada relevante tanto para a academia como para o mercado por estudiosos brasileiros no referido congresso.

A academia contábil deve estar atenta aos sinais que o mercado profissional corporativo emite aos seus usuários. O Caderno de Governança Corporativa denominado “Monitoramento de Desempenho Empresarial”, desenvolvido pelo IBGC (2017), é mais um dos indícios de que o tema da divulgação de indicadores de desempenho, quer sejam contábeis ou não contábeis, é relevante para complementar a análise e acompanhamento da saúde empresarial na visão da governança corporativa das empresas. A academia deve, portanto, se aproximar desta realidade, buscando compreender através de estudos a legitimidade destas divulgações.

Em virtude de o tema estar embasado por pressupostos estruturais que tornam a contabilidade relevante, quais sejam os conflitos de agência e consequências da assimetria informacional, o presente estudo contribuirá com a academia de maneira efetiva ao estudar um fenômeno contábil relacionado a divulgação de informações financeiras de maneira contextualizada.

2.2 Relevância para o mercado

2.2.1 Órgãos normatizadores e emissores de normas contábeis internacionais

Dada a importância desta temática para órgãos normatizadores e emissores de normas contábeis internacionais, desde 2013 o IASB vem desenvolvendo, como parte da agenda de seu programa de pesquisa, um projeto nomeado “*Disclosure Initiative*”. Neste projeto estão sendo conduzidas ações com o intuito de melhorar o reporte financeiro em diversos aspectos, dentre eles incluso o aperfeiçoamento de princípios claros de divulgação de informações financeiras não-IFRS por meio da extensão “*Principles of Disclosure*” (Deloitte, s.d.).

¹³ Foram realizados filtros por palavras-chave relacionadas ao tema em sites de busca avançada como o <http://buscaintegrada.usp.br> e não foram obtidos resultados que possuísem objetivos de pesquisa alinhados ao exposto neste parágrafo. As buscas direcionadas foram realizadas em 08.09.2016, 03.10.2016 e em 24.02.2017.

Além das atividades particulares do IASB sobre este tema, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) está atualmente liderando um projeto de pesquisa sob o nome “*Financial Performance Reporting*”, o qual está examinando o uso de medidas alternativas de *performance* por entidades privadas e públicas com a visão de desenvolver uma estrutura conceitual para definição do termo “atividades operacionais” e distinção entre itens recorrentes e não recorrentes, dentre outros objetivos (FASB, 2016). Com relação a estes e outros termos-chave, tais quais “infrequente” ou “não usual”, o IASB decidiu não conceituá-los por considerar que os preparadores e usuários do reporte financeiro podem discordar das definições impostas, permitindo, desta forma, que a administração de cada entidade realize a identificação destes itens com enfoque gerencial (Deloitte, 2016d).

No ano de 2013 o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) se posicionou com relação a divulgação de informações financeiras pro forma ao publicar a Orientação Técnica OCPC 06 - Apresentação de Informações Financeiras Pro Forma. Este documento tem por finalidade “estabelecer os critérios para compilação, elaboração e formatação de informações financeiras pro forma que só podem ser apresentadas quando assim forem qualificadas e desde que o propósito seja devidamente justificado [...]” (para. 1). A referida orientação parte do pressuposto que a justificativa para a divulgação de informações financeiras pro forma está relacionada a uma “transação relevante de negócio” que tenha ocorrido ou esteja ocorrendo na entidade, como, por exemplo, um processo de reestruturação societária (para. 2).

Neste sentido, informações pro forma deveriam espelhar somente os efeitos desta transação específica ao desconsiderar das demonstrações contábeis históricas as escolhas da administração que foram realizadas com base em julgamento e estimativas em função desta transação relevante. Apesar desta categoria de informação não ser em sua essência uma mensuração não-GAAP, visto que há uma orientação técnica contábil sobre sua formatação e apresentação, a ideia que permeia a sua divulgação está em linha com as reivindicações do mercado sobre a divulgação de métricas não-contábeis.

Outro aspecto importante a ser ressaltado é a possibilidade de que certas medidas não-GAAP mais utilizadas nos mercados de capitais, como por exemplo o “EBIT”, venham a ser alvo da normatização do IASB no futuro. Esta possibilidade foi expressada recentemente em determinado discurso do presidente do IASB: “*Maybe we should bring some of the more commonly-used non-GAAP terms, such as Earnings Before Interest and Tax, or EBIT, into the IFRS ‘Lexicon’*” (Hoogervorst, 2016, p. 4).

O Conselho do IASB se reuniu em junho de 2017 para continuar a discussão sobre a possibilidade de inclusão de dois subtotais em demonstrativos contábeis: um subtotal

especificamente para o EBIT e outro subtotal para uma diferente medida de desempenho escolhida pela própria Administração (IASB, 2017a). Apesar de que nenhuma decisão tenha sido tomada nesta data, é fato que o projeto “*Primary Financial Statements*”, liderado pelo IASB, considera a inclusão de números não-GAAP como uma melhoria tanto na estrutura como no conteúdo de demonstrações financeiras primárias. O IASB se posicionou de forma positiva com relação a importância dessas medidas quando afirmou, no início de 2017, que “[...] *APMs are valuable when properly used and are here to stay. The question then becomes to what extent, if any, should we require or permit the traditional income statement to include APMs on its face*” (IASB, 2017b). Significa dizer que o IASB já “superou” a discussão sobre se essas medidas são importantes para as companhias e seus usuários; a preocupação seria como direcionar o uso dessas medidas e, se necessário, incorporá-las ao “mundo GAAP”.

A cogitação em regular contabilmente determinadas medidas não-GAAP pode ser explicada pela teoria da Regulação. Segundo Silva e Murcia (2016), esta teoria sugere que quando uma regulação econômica é instituída há indícios de que uma ação foi tomada para corrigir possíveis falhas de mercado, as quais são justificadas pela existência da assimetria informacional entre os participantes do mercado.

Apesar de até 1º de outubro de 2017¹⁴ os órgãos reguladores IASB e FASB não terem conceituado ou determinado o que seriam “itens recorrentes” e “itens não recorrentes” em seus respectivos *frameworks*, a simples discussão sobre a regulação de mensurações alternativas de desempenho empresarial poderia ser uma ação caracterizada como sendo o resultado pela busca da redução da assimetria informacional. Além disto, é de extrema importância entender que a regulamentação de medidas não-GAAP como sendo parte integrante das normas contábeis traria (ou trará) grandes impactos para a profissão, para a academia, para reguladores de mercado e para firmas de auditoria externa independente.

Visto que este assunto afeta diretamente os órgãos normatizadores e emissores de normas contábeis internacionais, é interessante para os referidos entes que o fenômeno da divulgação de medidas não-GAAPs seja profundamente conhecido nos diversos mercados de capitais, como por exemplo investigar se estas informações são úteis ou oportunistas ou se as mesmas têm recebido mais foco do que as próprias informações contábeis quando do reporte corporativo e identificar o(s) motivo(s) para tal.

¹⁴ As páginas dos projetos relacionados a divulgação de métricas não-GAAP, tanto do FASB como do IASB, foram acompanhadas até esta data. Apesar de ainda não haver definições ou produtos tangíveis destes projetos, os referidos entes tem trabalhado bastante neste tema e diversas pesquisas e reuniões de seus *staffs* com os respectivos *Boards* têm marcado presença em suas agendas.

2.2.2 Mercados de capitais

Neste tópico receberam destaque dois fatos recentes que apontam para o aumento de publicações de medidas não-GAAP em relatórios financeiros e para a movimentação em prol de estudos e regulamentação do tema, movimento este advindo de instituições relacionadas ao mercado financeiro norte-americano e aos mercados pertencentes ao Reino Unido (UK).

O primeiro fato refere-se ao aumento das publicações de medidas alternativas de mensuração de desempenho por parte de companhias listadas nos EUA, fenômeno que influenciou a SEC a atualizar a interpretação “*Non-GAAP Financial Measures*” em meados de 2016:

In response to increasing concerns about the use of such measures, in May 2016, the SEC updated its C&DIs to provide additional guidance on what it expects from registrants when using these measures (Deloitte, 2016c, p. 2).

A preface deste mesmo documento aponta que durante os doze meses encerrados em 30 de junho de 2016 o tema “medidas não-GAAP” ocupou o terceiro lugar entre a lista de tópicos mais frequentemente comentados pela *Division of Corporation Finance* (DCF) da SEC. Adicionalmente, a preface informa que as cartas comentário mais recentes da SEC focam particularmente no uso e proeminência de medidas não-GAAP em *press releases*.

O segundo fato refere-se aos resultados de pesquisas não científicas conduzidas no Reino Unido que demonstram um crescimento considerável da divulgação de medidas alternativas de mensuração de desempenho em relatórios anuais corporativos e explicitam a falta de confiança que repousa sobre as mesmas por parte de analistas de mercado:

Out of 100 FTSE-listed companies whose annual reports were reviewed by Deloitte UK, 81 used alternative performance measures in the opening summary section of their annual report, 83 presented at least one alternative performance measures as a key performance indicator (“KPI”) and 74 presented alternative performance measures in their financial statements (Deloitte, 2016b, p. 1).

A recent survey of investments professionals, by CFA UK, showed that only 40% of respondents said they trusted the non-GAAP measures presented in company reports as much or more than the IFRS-compliant numbers (Deloitte, 2015, p. 3).

De forma resumida, estes acontecimentos visam explicitar a preocupação fruto da utilização excessiva de medidas não-GAAP em países que possuem mercados de capitais desenvolvidos. Este cenário pode servir de alerta ao mercado de capitais brasileiro e, portanto, o estudo do tema se faz necessário a partir também desta ótica.

Faz-se interessante citar neste tópico o destaque que o tema “medidas não-GAAP” recebeu em determinados portais de notícias direcionados a leitores que possuem interesse ou relação com mercados de capitais nos últimos anos. Dentre as diversas notícias sobre o tema que foram mapeadas via pesquisas manuais no site do Google, selecionamos três para apresentarmos como exemplificação da relevância do tema de medidas não-GAAP.

Em março de 2014 a revista eletrônica *CFO Magazine* dedicou uma de suas colunas para tratar sobre questões relacionadas à prática de divulgação de medidas de reporte financeiro que não estejam em *compliance* com as normas contábeis. Sob o título de “*Mind the Non-GAAP*”, a colunista Marielle Segarra destacou primeiramente que a SEC vem submetendo a um exame minucioso as medidas não-GAAP divulgadas por companhias desde o final do ano de 2013. Também relembra casos reais questionáveis que ocorreram no mercado de capitais americano, como, por exemplo, o caso do Groupon, que em 2012 realizou o *Initial Public Offering* (IPO) e fez utilização da medida “lucro operacional consolidado ajustado por segmento”, excluindo nesta as despesas de marketing online incorridas, ajuste considerado pela SEC como sendo um item crítico por estar relacionado ao próprio modelo de negócios da firma (Segarra, 2014).

Em outubro de 2015 o *CPA Journal*, periódico voltado para contadores certificados pelo exame americano de contabilidade, buscou tratar da divulgação de medidas não-GAAP ao clarificar seu significado e objetivo, tratar sobre a proliferação do uso destas medidas e, de uma forma geral, apontar seus prós e contras. A coluna “*Non-GAAP Performance Measures*” afirma que o “EBITDA Ajustado” é a mensuração de *performance* favorita das companhias registradas no mercado de capitais dos Estados Unidos e que os itens mais frequentes ajustados são, dentre outros, compensação de ações, *impairment* de ativos, *write-offs* e custos relacionados a fusões, aquisições e reestruturações (Afterman, 2015).

Por fim, em junho de 2016 o *The Wall Street Journal* ressaltou a visão pessimista que permeia o uso de números contábeis “customizados” em reportes corporativos, apontando que o emprego de medidas não-GAAP pode inflar em média 44% do resultado das companhias, segundo pesquisa realizada por analistas de mercado da *Calcbench Inc. Adjustments*. Além desta estatística, a referida pesquisa indicou que no fechamento do exercício de 2015 apenas 29 companhias pertencentes ao índice S&P 500 não divulgaram mensurações alternativas de desempenho, o que representa apenas 5,7% do total do índice (Shumsky & Francis, 2016).

Com base no exposto, nota-se de forma muito clara a pertinência de estudos científicos que busquem investigar a divulgação de medidas não-GAAP em mercados de capitais.

2.2.3 Auditoria externa independente

No início de 2015 o *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB), órgão responsável pela elaboração de normas internacionais de auditoria independente, emitiu e alterou determinadas normas de auditoria no intuito de modificar a estrutura e conteúdo do antigo relatório de auditoria. Em linhas gerais, o objetivo das mudanças é o de traçar uma relação mais informativa entre auditores e investidores ao prover aspectos da auditoria de forma mais contextualizada e transparente a estes usuários (PricewaterhouseCoopers, 2016).

O conjunto atualizado de Normas Brasileiras de Contabilidade de Auditoria Independente (NBC TAs) foi publicado em junho de 2016 pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), sendo todas as normas convergidas às alterações efetuadas pelo IAASB nas *International Standards on Auditing* (ISAs). A seguir é apresentada a relação das normas revisadas¹⁵:

- NBC TA 260 - Comunicação com os Responsáveis pela Governança.
- NBC TA 570 - Continuidade Operacional;
- NBC TA 700 - Formação da Opinião e Emissão do Relatório do Auditor Independente sobre as Demonstrações Contábeis;
- NBC TA 705 - Modificações na Opinião do Auditor Independente;
- NBC TA 706 - Parágrafos de Ênfase e Parágrafos de Outros Assuntos no Relatório do Auditor Independente; e
- NBC TA 720 - Responsabilidade do Auditor em Relação a Outras Informações.

Além das revisões acima identificadas, a NBC TA 701 - Comunicação dos Principais Assuntos de Auditoria no Relatório do Auditor Independente foi emitida e “[...] visa abordar o julgamento exercido pelo auditor sobre o que comunicar em seu relatório e também a forma e o conteúdo de tal comunicação” (CFC, 2016a, para. 1). A inclusão de uma seção indicando os principais assuntos de auditoria (PAAs) foi considerada como sendo o principal requerimento do novo relatório do auditor para companhias listadas. Contudo, para o propósito da presente pesquisa, destacam-se as mudanças aplicadas à NBC TA 720.

¹⁵ Além destas revisões, em função do novo relatório de auditoria, foram efetuadas modificações nas seguintes outras 17 NBC TAs: 200, 210, 220, 230, 240, 300, 315, 320, 330, 450, 500, 510, 540, 560, 580, 600 e 710.

A referida norma trata da responsabilidade do auditor independente com relação à outras informações, financeiras ou não financeiras, incluídas no relatório anual da entidade. Considerando o contexto de auditoria das demonstrações financeiras de entidades listadas, a grande novidade introduzida pelos *amendments* a esta norma foi o aumento da extensão da responsabilidade do auditor para outras informações divulgadas pela entidade após a data do relatório do auditor. Isto significa que o auditor independente de entidades listadas possui a responsabilidade de examinar a coerência de outras informações divulgadas não somente até a data em que o relatório é emitido.

Não é novidade que entidades listadas divulgam diversos tipos de informações, financeiras e não financeiras, a todo o momento ao mercado. Obviamente o auditor independente não terá responsabilidade sobre toda e qualquer informação divulgada após a data de emissão de seu relatório, pois isto seria operacionalmente inviável. Então, o que irá definir os documentos passíveis de serem classificados como outras informações neste caso? A introdução do conceito de “relatório anual” na norma é muito importante para a definição destes documentos entre a firma de auditoria e a entidade auditada. O cliente necessita informar ao time de auditoria quais seriam os documentos que compõem seu relatório anual, o qual será divulgado em data posterior ao relatório de auditoria. A listagem destes documentos deve ser escrita de forma explícita em proposta e outros documentos formais, e com base nela é que os procedimentos de auditoria serão adequadamente direcionados.

Destaca-se que o relatório anual é muitas vezes entendido como sendo a soma de dois blocos: o relatório da administração e as demonstrações financeiras. Os comentários da administração geralmente contêm uma avaliação do negócio como um todo sob diversas perspectivas (financeira, social, ambiental, produtiva, etc.) e como parte destas comunicações a companhia faz uso de medidas não-GAAP, muitas vezes dando preferência e prevalência a estas medidas em detrimento de medidas GAAP (Deloitte, 2017). Da mesma forma como o IASB (e o CPC, no caso do Brasil) possui jurisdição sobre o conteúdo divulgado nas demonstrações financeiras, os reguladores de valores mobiliários possuem jurisdição sobre o conteúdo dos comentários da administração. Apesar de ser algo a princípio óbvio, deve-se enfatizar que as informações contábeis contidas no relatório da administração devem coincidir de forma exata com os números apresentados nas demonstrações financeiras auditadas e que indicadores não-GAAP devem mostrar claramente de que maneira e por qual motivo foram modificados (como já visto, no caso da divulgação “EBITDA”, do “EBIT” e do “EBITDA Ajustado” estas informações são obrigatórias para empresas do mercado acionário brasileiro).

De forma clara e objetiva, o parágrafo 3 da NBC TA 720 explicita a importância de procedimentos de auditoria que cubram outras informações divulgadas pela entidade auditada:

Esta norma requer que o auditor leia e considere as outras informações porque as outras informações que apresentam inconsistência relevante com as demonstrações contábeis ou com o conhecimento do auditor obtido na auditoria podem indicar que há distorção relevante das demonstrações contábeis ou que existe distorção relevante das outras informações, o que pode prejudicar a credibilidade das demonstrações contábeis e do relatório do auditor independente sobre as demonstrações contábeis. Essas distorções relevantes também podem, de maneira inapropriada, influenciar as decisões econômicas dos usuários para os quais o relatório do auditor independente é elaborado (CFC, 2016a, para. 3).

A responsabilidade do auditor nos termos da NBC TA 720 não requer que o mesmo obtenha asseguração sobre as outras informações divulgadas, no entanto, destaca quatro objetivos do auditor após a leitura das outras informações (CFC, 2016b, para. 11):

- a. “Considerar se há inconsistência relevante entre as outras informações e as demonstrações contábeis;
- b. Considerar se há inconsistência relevante entre as outras informações e o seu conhecimento obtido na auditoria;
- c. Responder apropriadamente quando identificar a existência de inconsistências relevantes ou quando, de outra forma, tomar conhecimento de que as outras informações parecem apresentar distorções relevantes; e
- d. Apresentar o relatório de acordo com esta norma.”.

Uma vez que informações não-GAAP e outras informações financeiras são normalmente disponibilizadas no relatório anual da entidade, tem-se que a consistência entre medidas alternativas de mensuração de desempenho, como o EBITDA e outros indicadores, deverá ser considerada nos procedimentos do auditor independente.

Vale ressaltar que é obrigação do auditor independente incluir em seu relatório uma seção específica sobre as outras informações que acompanham as demonstrações financeiras e o relatório do auditor, incluindo: a) declaração das responsabilidades do auditor quanto “à leitura, consideração e apresentação no relatório das outras informações [...]”; e b) declaração que não há ou que há distorção relevante não corrigida nas outras informações (NBC TA 720, para. 22).

Ainda que de forma generalizada, estas declarações também abrangem informações de medidas de desempenho não-GAAP divulgadas no relatório anual. Com este procedimento e com a aproximação entre a governança corporativa e a auditoria independente das companhias em função da definição dos PAAs que serão reportados, espera-se que a alta administração se sinta inibida no tocante à divulgação de informações inconsistentes com as demonstrações financeiras.

2.3 Relevância para a pesquisadora e para o contexto brasileiro

A escolha do tema foi direcionada pela vida pregressa da pesquisadora no mercado de trabalho ao ser observado o uso da medida “EBITDA” para diversos fins (monitoramento da gestão, *covenants* contratuais, remuneração variada sobre desempenho, dentre outros). Além disto, como já comentado anteriormente, a intenção da pesquisadora é a de produzir resultados que estejam alinhados com o debate atual sobre a utilização de medidas não-GAAP por companhias abertas, auxiliando pesquisadores e demais interessados na compreensão deste fenômeno no Brasil sob os aspectos propostos pelo estudo.

Além da temática ser relativamente nova, é possível que o baixo esforço acadêmico brasileiro em investigar medidas alternativas de mensuração de *performance* seja fruto de determinadas características do mercado corporativo local, as quais podem ser desafiadoras para pesquisas sobre divulgação. Segundo Martins e Lopes (2005), em países de direito fundamentalmente consuetudinário o próprio mercado possui influência significativa sobre aspectos da divulgação contábil. Em contrapartida, em países de direito fundamentalmente romano, como é o caso do Brasil, a evidenciação tende a ser em menor quantidade e em menor qualidade pelo fato de haver prevalência do aspecto jurídico sobre a essência econômica das transações.

Apesar desta não ser uma citação tão recente, em geral ainda se faz válida. É possível observar tentativas repetidas da Comissão de Valores Mobiliários em orientar seus registrantes no tocante ao formato e nível de divulgação de determinadas informações, em especial com relação às notas explicativas das companhias. A CVM tem emitido Ofícios-Circulares sobre os aspectos relevantes a serem observados na elaboração das demonstrações financeiras para os exercícios findos em 31 de dezembro e um dos assuntos mais recorrentes destes documentos trata sobre a aplicação dos requisitos da Orientação CPC 07 - Evidenciação na Divulgação dos Relatórios Contábil Financeiros de Propósito Geral. Esta orientação foi aprovada no ano de 2014 com o intuito de enfatizar que a simples reprodução de informações desnecessárias pelos

preparadores das demonstrações financeiras estava afetando negativamente diversos agentes do mercado ao dificultar a adequada tomada de decisão dos usuários destas informações (CPC, 2014, para. IN2 e IN3).

Isto indica que, apesar de haver ocorrido em 2010 a adoção das normas internacionais de contabilidade conforme IFRS pelo Brasil, as quais enfatizam a essência sobre a forma e a busca pela divulgação de informações relevantes por meio das demonstrações financeiras e notas explicativas, a mudança de “hábito” das organizações (ou pessoas das organizações) no tocante ao fornecimento de informações relevantes ao mercado é uma questão também cultural e que pode demorar décadas para ser realmente difundida e aplicada nos ambientes corporativos.

Em linha com este pensamento, como seria possível, então, haver interesse por parte de pesquisadores em estudar aspectos das informações financeiras não-IFRS no cenário brasileiro se estas são divulgadas voluntariamente, e portanto, mais difíceis ainda de serem observadas? Martins e Lopes (2005) afirmam que a relevância (impacto no comportamento dos preços das ações) dos números contábeis também é dependente das características do mercado de capitais, onde, em mercados menos desenvolvidos, “o lucro é normalmente irrelevante devido à distorção de suas propriedades econômicas” (p. 61).

Ora, se no contexto de mercados menos desenvolvidos, que ainda é o caso do Brasil, o lucro contábil não possui relevância informacional satisfatória, companhias listadas em tais mercados deveriam se utilizar de outras métricas para apontar seus resultados de maneira adequada aos acionistas. Para tal, as entidades poderiam fazer uso da divulgação voluntária de medidas alternativas de mensuração de desempenho para complementar a visão dos investidores sobre a posição financeira e econômica da firma e auxiliá-los em suas tomadas de decisão.

Uma segunda hipótese que pode ser levantada a respeito da escolha pela divulgação de medidas não-GAAP é o fenômeno do isomorfismo. O conceito do isomorfismo é orientado pela metodologia institucional, a qual busca explicações para a incorporação de práticas e procedimentos nas organizações sociais (Iudícibus e Lopes, 2004). De uma forma geral o isomorfismo pode ser conceituado como o “processo mediante o qual uma unidade de determinada população é forçada a assemelhar-se a seus pares, sob as mesmas condições ambientais” (Iudícibus e Lopes, 2004, p. 37). No caso da unidade “empresa”, é possível considerar o acontecimento deste fenômeno quanto à divulgação de medidas não-GAAP em relatórios financeiros. As organizações empresariais podem estar fazendo uso deste tipo de indicador de desempenho pelo fato de que o mesmo foi institucionalizado no ambiente em que

as empresas estão inseridas (mercado de capitais, por exemplo) ou mesmo pelo fato de que seus principais concorrentes ou determinado setor vem praticando tal divulgação.

Pelo evidenciado neste tópico, é possível perceber que o estudo de medidas não-GAAP de forma contextualizada para o Brasil constitui-se em um desafio, mas também em uma oportunidade para preencher a lacuna existente na área e no ambiente corporativo nacional através dos resultados apresentados.

3 EBITDA

3.1 Surgimento do EBITDA

De acordo com diferentes fontes da literatura, o EBITDA surgiu em meados dos anos 60 nos Estados Unidos, mas somente começou a ganhar espaço e a se difundir no país a partir das décadas de 70 e 80 (Coelho, 2004; McClure, 2006). No início de sua utilização, o objetivo da medida era o de apurar em quanto tempo as empresas analisadas prosperariam no longo prazo (Coelho, 2004). Para executar tal tarefa, os profissionais da época retiravam do lucro contábil itens que não eram diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais.

Posteriormente, durante a década de 80, a medida passou a ser utilizada com mais frequência nos Estados Unidos para verificar se empresas que precisavam de reestruturação financeira poderiam gerar retornos no curto prazo. Segundo Alcade (2011), “banqueiros promoveram o EBITDA como sendo uma ferramenta útil para determinar se uma empresa poderia cobrir seu passivo no curto prazo de um ou dois anos” (p. 20). A ideia de que a exclusão de itens “não operacionais” traz benefícios no que diz respeito à apuração do real desempenho de uma empresa sempre foi o principal argumento utilizado pelos preparadores e analistas do EBITDA.

Já no Brasil, o EBITDA foi amplamente difundido no final dos anos 90, mais precisamente no ano de 1997, quando as dívidas em dólar das empresas deram saltos consideráveis em função da desvalorização do real e elevação da taxa de juros. Segundo a revista Veja (2010), com a alta da moeda americana em 1999 os lucros contábeis das empresas brasileiras “viraram pó”. Uma vez que o indicador leva em conta o desempenho operacional das empresas, o EBITDA foi muito utilizado neste momento de crise no país para mostrar ao mercado que apesar da desvalorização cambial, os resultados apresentados não eram tão ruins.

A partir do ano 2000 o uso do EBITDA passou a ser largamente aceito e reconhecido no Brasil, sendo divulgado majoritariamente por grandes companhias brasileiras. Atualmente a medida continua sendo um dos principais indicadores de *performance* empresarial e é o ponto de partida para trabalhos de *valuation* efetuados por consultorias financeiras que assessoram fusões e aquisições.

3.2 Conceito e cálculo do EBITDA

A revista Infomoney conceitua o EBITDA como sendo uma medida que aponta a geração operacional de caixa de uma companhia ou, em outras palavras, mensura quanto uma empresa consegue gerar de caixa desconsiderando os efeitos financeiros, de impostos e da depreciação contábil (Infomoney, 2006).

Seguindo o racional deste conceito, tem-se que o EBITDA pode ser descrito como sendo o “lucro líquido contábil antes dos impostos, juros, depreciação e amortização”. Para que o conceito apresentado fique mais compreensível, segue exemplo simples de cálculo da medida:

Tabela 1 - Exemplo de cálculo do EBITDA

Itens	Montante
Lucro contábil antes dos impostos	10.000
(+) Depreciação	2.500
(+/-) Resultado financeiro	500
Total	13.000

Fonte: Elaborada pela autora.

É importante lembrar que o montante adicionado de depreciação e amortização deve ser a soma dos valores contidos no Custo dos Produtos Vendidos (CPV), quando aplicável, e nas despesas operacionais da DRE. A justificativa para a adição destes valores ao lucro contábil dá-se fato de que, no período corrente analisado, estas despesas não representam saída de caixa, mas sim um reflexo econômico do usufruto dos bens em determinado período. O resultado financeiro (despesas ou receitas líquidas) do período analisado também é acrescido ou retirado do lucro contábil para fins de apuração do EBITDA, dado que este resultado não é considerado como sendo parte do “efetivo desempenho operacional” de uma companhia por ser efeito de escolhas de financiamento e por ser muitas vezes impactado por fatores exógenos ao controle da empresa, como por exemplo a variação cambial.

Apesar de muitos preparadores e usuários considerarem válidos os motivos apresentados para as referidas adições e exclusões, existem contra-argumentos para as justificativas apresentadas. No próximo tópico são pontuadas as principais vantagens e desvantagens da medida não-GAAP “EBITDA”.

3.3 Prós e contras do EBITDA

De acordo com Alcade (2011), há diversas críticas levantadas no meio acadêmico e profissional quanto ao uso da medida não-GAAP “EBITDA”. Dentre elas, a principal seria o fato de a mesma focar exclusivamente na geração de caixa operacional e não considerar outros

fatores para fins de avaliação econômico-financeira das empresas, como por exemplo o fato de os juros e os impostos representarem uma prioridade de liquidação (p. 13). Além disto, ao excluir os montantes de depreciação e amortização do lucro líquido, este indicador de desempenho não considera no longo prazo o montante que uma empresa necessitará para reinvestir em bens imobilizados e/ou intangíveis, o que pode ser considerado crítico em empresas que possuem ativos operacionais de vida curta (Infomoney, 2006).

Ainda segundo Alcade (2011), outras fragilidades pertinentes apontadas na literatura sobre o EBITDA são as seguintes: a) a medida ignora variações nas premissas do cálculo da depreciação; b) a medida ignora a necessidade de diferentes fontes de financiamento para manutenção do caixa da empresa; e c) a medida é de fácil manipulação, tanto por meio do uso de determinadas políticas contábeis como pela utilização excessiva de ajustes adicionais por meio do “EBITDA Ajustado” e similares.

Além disto, é interessante refletir sobre se o EBITDA realmente consegue mensurar a *performance* ou potencial econômico de uma - ou de *qualquer* - empresa isoladamente. Tomemos por exemplo uma empresa que necessite estar regularmente realizando investimentos do tipo *Capital Expenditure* (CAPEX), como é o caso de empresas do setor de telecomunicações e determinadas indústrias: a princípio é incoerente que a análise de sua eficiência operacional seja dada pelo número extraído por meio do EBITDA. Para que este tipo de empresa opere em bom funcionamento, em tese sua administração realizou e continuará realizando diversos investimentos (no curto e no longo prazo) para adquirir equipamentos mais atualizados ou mesmo para ampliar sua atuação no mercado. A depreciação das máquinas em sua posse, neste caso, é uma despesa *sine qua non* para a geração de caixa operacional da companhia. Para empresas que se enquadram neste modelo de negócio, o ideal é utilizar o EBIT (ou, como já vimos anteriormente, o LAJIR) no lugar do EBITDA, pois àquele considera no resultado da empresa os efeitos da depreciação e amortização de itens que são recorrentemente substituídos em função do próprio negócio da empresa. Em linhas gerais: uma vez que os equipamentos regularmente trocados são ativados ao imobilizado quando adquiridos e seu consumo é reconhecido via depreciação, esta despesa é considerada operacional e mantida para fins de cálculo da geração bruta de caixa da empresa.

A maioria das indústrias, no entanto, é levantada a partir de um grande desembolso financeiro por parte da administração em seus primeiros anos ou exercícios fiscais. Posteriormente espera-se que haja investimento em gastos com a manutenção preventiva dos equipamentos e não em novas compras efetuadas periodicamente. É evidente que eventualmente empresas neste contexto necessitem realizar a baixa de equipamentos ou

atualização da frota de máquinas em função de obsolescência ou outros fatores. Contudo, diferentemente do exemplo anterior, este acontecimento é circunstancial e não faz parte do operacional da empresa efetuar o procedimento de trocas regulares de maquinários. Neste caso, a princípio pode fazer sentido utilizar a medida “EBITDA”, uma vez que esta não considera os efeitos da depreciação e amortização no cálculo da geração bruta de caixa da companhia.

Fica claro perceber com os comentários acima que a análise operacional de uma empresa por meio de medidas não-GAAP deve ser feita de forma contextualizada para cada tipo de negócio, não fazendo uso indiscriminado do EBITDA e medidas similares. Adicionalmente, deve-se reforçar que há outros fatores essenciais para concluir sobre o desempenho econômico e financeiro de uma entidade e analisar exclusivamente a medida com este fim pode não ser uma decisão eficaz.

Uma das críticas que pode ser levantada sobre esta questão é exatamente a demasiada confiança depositada no EBITDA quando análises isoladas são feitas pelos usuários externos. Análises que comparam somente o EBITDA de duas companhias podem não ser adequadas em função das diferenças de capital de giro (fornecedores, contas a receber, estoques, dentre outros) e do ciclo de conversão de caixa de cada uma das empresas, bem como de suas estruturas de financiamento. Uma vez que o EBITDA apresenta o potencial de geração bruta de caixa, é preciso identificar em quanto tempo este potencial de caixa efetivamente se transforma em caixa para a companhia: para tal, usuários deveriam investigar os prazos de recebimento de clientes e também os prazos de pagamento aos fornecedores.

Pode-se questionar, adicionalmente, se não seria relevante a inclusão dos juros a pagar no cálculo do EBITDA no caso de uma companhia possuir volume relevante de juros passivos em função do atraso do pagamento a fornecedores ou a outras obrigações, já que este poderia ser um forte indício que a estrutura de financiamento da companhia é dependente de recursos de terceiros, ou seja, sua operação não é custeada somente com recursos internos e/ou advindos de sua própria operação.

Em relação aos pontos positivos sobre a utilização do EBITDA, sabe-se que “múltiplos do EBITDA” continua sendo o principal indicador para conhecimento do valor de mercado de uma companhia. A referida medida é também bastante utilizada no contexto interno das empresas para mensurar o desempenho dos funcionários e remunerá-los de forma variável com base em múltiplos, a depender do *benchmark* atingido por eles. Outro ponto forte da medida é seu amplo emprego como *covenant* financeiro em contratos de concessão de empréstimos, como forma de garantir aos credores que as entidades mantenham níveis de endividamento sob

controle para terem condições de quitarem os juros e o principal contratado em seus vencimentos.

Segundo entrevista publicada pela revista Exame e concedida pelo Fernando Musa, diretor da Monitor Group na época, o EBITDA possui uma vantagem informacional em função da internacionalização das empresas: “o EBITDA não é afetado por variáveis específicas de cada país, como taxas de juros, regras de depreciação e, principalmente, as complexas diferenças entre as leis tributárias” (Exame, 2011, p. 3). O entrevistado afirmou que este tipo de “anulação de diferenças” facilita a realização de projeções sobre os resultados futuros da companhia.

É interessante pontuar que quando bem utilizadas medidas não-GAAP são valiosas, tanto para a empresa como para os analistas e outros usuários, em função de que essas métricas isolam efeitos de itens que podem não promover um entendimento histórico ou futuro dos fluxos de caixa ou operações das companhias.

A breve descrição de prós e contras contidos neste tópico visou destacar as principais discussões em pauta no tocante à utilidade da medida de desempenho não-GAAP “EBITDA”. Não é objetivo desta pesquisa dar um parecer conclusivo com relação a cada ponto levantado, contudo, com base nos dados amostrais obtidos, foi possível dar continuidade a algumas discussões interessantes sobre a relevância e utilidade da referida medida. Para comentários neste sentido, vide tópico “Resultados apresentados”.

3.4 Ajustes adicionais ao EBITDA

Conforme abordado na introdução deste trabalho, qualquer ajuste que vá além dos juros, impostos, depreciação e amortização é considerado um ajuste adicional ao EBITDA. Estes ajustes são efetuados, segundo as reivindicações do mercado, com a finalidade de apresentar o “resultado fundamental” de uma empresa.

Há uma linha conceitual defendida pelo mercado que postula que o resultado operacional de uma empresa não pode ser adequadamente ou unicamente mensurado através do resultado contábil (IFRS, 2011). O EBITDA e o EBITDA Ajustado, seriam, desta forma, uma saída para auxiliar os usuários da informação contábil-financeira a visualizarem a “real *performance*” de uma empresa.

Para exemplificar esta percepção, considere uma indústria fornecedora de peças para o setor automobilístico que durante determinado exercício fiscal tenha decidido descontinuar parte de uma linha produtora de peças que se encontrava obsoleta. No fechamento do segundo

trimestre de 2015 a referida companhia sucateou boa parte de seu maquinário e registrou a baixa contábil destes ativos fixos contra o resultado do período. Imagine que a linha produtora de peças descontinuada possuía três máquinas com os seguintes valores de custo, depreciação acumulada e valores contábeis líquidos:

Tabela 2 - Exemplo de descontinuação de linha produtora

Itens	Custo	Depreciação acumulada	Valor contábil líquido
Máquina 1	60	18	42
Máquina 2	80	24	56
Máquina 3	130	39	91
Total	270	81	189

Fonte: Elaborada pela autora.

A baixa do custo e da depreciação acumulada dos bens foi então contabilizada pela companhia em uma linha em separado dentro da rubrica de “Outras despesas (receitas) operacionais” na DRE como “Custo na baixa de ativos fixos”, tratando-se, claramente, de uma perda. Ressalta-se que neste exemplo fictício não foi efetuada a venda dos bens, apenas entrega para sucateamento, não havendo desta forma a contrapartida de recebimento financeiro.

É fácil entender que este tipo de operação (baixa de imobilizados) não faz parte do negócio de indústrias e nem deve ocorrer com frequência, mas sim pontualmente. Considerando que o custo desta perda é relevante e impacta as demonstrações financeiras e o resultado econômico da companhia, a mesma poderia argumentar que caso se limitasse a divulgar apenas o lucro contábil estaria divulgando uma informação não consistente com o real desempenho dela no trimestre, pois os R\$ 189,00 de perda não refletem o resultado das operações de seu negócio. O uso de mensurações não-GAAP, neste sentido, poderia ser uma forma alternativa de medir o desempenho empresarial ao desconsiderar esta perda “não operacional” e/ou “não caixa” do resultado contábil da companhia.

A decisão sobre quais itens a administração pretende ajustar tomando por base resultados contábeis periódicos (leia-se demonstrações financeiras) requer a aplicação de julgamento profissional e olhar crítico. Conforme bem pontuado pelo IBGC, o conselho da administração tem papel fundamental na avaliação de itens considerados “extraordinários”. Apesar de as normas contábeis vigentes conforme IFRS não permitirem que as companhias divulguem na DRE uma rubrica em separado contendo “itens extraordinários” (CPC 26, para. 87), a administração pode considerar divulgar em seu relatório, ou por meio de outras comunicações,

que há fatos ocorridos em determinado período que estão sendo considerados “não usuais” ou “infrequentes” e por este motivo a mesma está fazendo uso de uma medida não-GAAP.

Seguindo este raciocínio, cabe ao conselho da administração observar, dentre muitos aspectos, os seguintes (IBGC, 2017, p. 68):

- a. “Entender a lógica e as justificativas de medidas alternativas de desempenho;
- b. O motivo para a administração apresentar a medição não contábil;
- c. Se há coerência com as métricas de outras organizações e comparabilidade com as usadas pelos analistas de mercado;
- d. Se os resultados que estão sendo ajustados (adicionados ou eliminados) parecem completos e coerentes com a informação do conselho sobre o negócio e as operações da organização; e
- e. Se algum usuário pode considerar que a medição não contábil representa informação enganosa.”.

O guia publicado pela ESMA sobre medidas alternativas de mensuração pontua que este tipo de medida é usualmente derivado ou pelo menos baseado em elementos ou informações das demonstrações financeiras preparadas conforme o GAAP aplicável (ESMA, 2015), o que naturalmente não é um problema por si só. O que vem preocupando reguladores de mercados de capitais e emissores de normas contábeis internacionais é o uso indiscriminado, não consistente e não justificado de ajustes em medidas não-GAAP.

Alguns dos itens comumente ajustados vem sendo combatidos por instituições competentes para tal. Ajustar o efeito do *impairment* contábil, por exemplo, já foi formalmente rejeitado pelo IOSCO (IOSCO, 2016) e pelo presidente do IASB em discursos dada a própria natureza deste item em refletir uma despesa operacional das empresas (Deloitte, 2017). Contudo, é interessante pontuar que por não existir até o momento um arcabouço teórico normatizado para estabelecer o que seriam itens considerados não recorrentes, não usuais ou infrequentes (questão abordada anteriormente nesta pesquisa), há certa abertura para que a administração das empresas se utilize destes conceitos e também dos termos “operacional” e “não caixa” como justificativa para suas divulgações não-GAAP.

Um vídeo interessante publicado pela PricewaterhouseCoopers na coluna *CFODirect* relata que a divulgação de medidas não-GAAP tem sido um tema de grande debate nos Estados Unidos. Os participantes da entrevista repassaram os principais pontos da interpretação SEC “*Non-GAAP Financial Measures*”. Dentre as orientações presentes neste documento que mais chamaram a atenção, segundo os entrevistados, destacam-se: 1) a necessidade da empresa analisar cuidadosamente a natureza dos itens a serem ajustados; 2) a necessidade da empresa considerar se estes itens são materiais, pois de outra forma não há necessidade efetiva de ajustá-

los; 3) a necessidade da empresa manter a consistência quando do reporte de medidas não-GAAP, ajustando tanto despesas e perdas como receitas e ganhos, quando aplicável; 4) a não apresentação da medida “EBITDA por ação” em hipótese alguma; e 5) a necessidade da empresa apresentar os efeitos tributários para cada medida não-GAAP divulgada.

Com base nestas orientações, é notável que a intenção da SEC é a de limitar o mau uso de ajustes em medidas alternativas de mensuração de desempenho. Uma questão chave para entender se as empresas têm divulgado medidas não-GAAP com viés oportunístico é verificar se a mesma tem apresentado ajustes consistentemente. Ou seja, a empresa deve ajustar tanto a constituição como o estorno de provisões, tanto o ganho como a perda com alienação de bens imobilizados e assim por diante. O que se tem observado, na realidade, é que as empresas têm ajustado apenas “itens negativos”, fazendo com que seus números não-GAAP estejam sempre melhores do que os números GAAP correspondentes:

We are not surprised that negative outcomes dominate the adjustments to IFRS profits. We should be comforted when we observe that in any given year there are companies that report a non-GAAP profit that is lower than the IFRS profit (Deloitte, 2017, p. 6).

Um dos grandes interesses desta pesquisa é o de entender, por meio da análise empírica dos ajustes efetuados pelas empresas da amostra, quais os principais ajustes efetuados nos reportes corporativos brasileiro, suas relações com as normas contábeis vigentes conforme IFRS e, com base nas constatações do estudo, poder colaborar e continuar com o debate sobre o uso de medidas não-GAAP.

No próximo tópico será apresentada a plataforma teórica da presente investigação científica.

4 PLATAFORMA TEÓRICA

4.1 Marco teórico

A premissa comumente adotada quando o tema “medidas não-GAAP” é abordado é de que as mesmas carregam consigo um viés oportunístico. Em outras palavras, há razoável consenso entre a publicação de medidas alternativas de mensuração de desempenho empresarial e informação enganosa. Para elucidar este fato foram selecionados recortes de alguns dos documentos mais recentes relacionados ao tema após uma busca pelas palavras-chave “non-GAAP” e “*alternative performance measures*” em meios de comunicação com acesso público via internet¹⁶:

Problems can arise, however, when non-GAAP financial measures are presented inconsistently, defined inadequately, or obscure financial results determined in accordance with GAAP (IOSCO, 2016, p. 2).

In the light of their prevalence and the potential for alternative performance measures to be misleading, their use is increasingly in the regulatory spotlight (Deloitte, 2016b, p. 1).

The recent explosion of press coverage and SEC scrutiny of non-GAAP measures has resulted from concerns about the increased use and prominence of such measures, their potential to be misleading, and the progressively larger difference between the amounts reported for them and GAAP measures (Deloitte, 2016c, preface).

Além desses aspectos preocupantes, evidências apontam que as empresas normalmente ajustam apenas itens de despesas ou perdas por meio de medidas não-GAAP. Pesquisas realizadas pelo *Financial Market Authority* (FMA) da Nova Zelândia em mercados de capitais confirmaram que, na média, 75% e 57% das medidas de ganhos não-GAAP reportadas apresentaram números maiores do que as medidas GAAP correspondentes (Deloitte, 2017).

Um dos discursos dirigido por Hoogervorst (2015) destacou que ainda que este tipo de informação possa ser útil ao prover *insights* aos investidores sobre como a companhia está

¹⁶ Principalmente no site do Google <https://www.google.com.br/> e no site IAS Plus da Deloitte Global Services Limited <http://www.iasplus.com/>.

sendo gerenciada, a mesma não está livre de viés e por este motivo é necessário que haja disciplina em sua divulgação nos relatórios financeiros das empresas.

De forma similar, Ervin Black (2016a) sugere que o ceticismo que envolve a divulgação de medidas não-GAAP advém da falta de fiscalização contábil sobre estas métricas através, por exemplo, da auditoria externa independente, o que possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade destas medidas.

Entendendo que esta percepção é moldada pelo fato de que a administração das companhias emissoras de relatórios financeiros possui vantagem informacional sobre os demais participantes do mercado é que o presente estudo foi conduzido. Para tal, apoiamos uma das bases da presente investigação nas premissas da Assimetria Informacional: utilizando as palavras de pesquisadores renomados no cenário contábil brasileiro, admite-se que “os investidores não possuem o mesmo nível de informação que os gestores da empresa, de forma a necessitar de instrumentos independentes para avaliar a real situação da empresa” (Iudícibus e Lopes, 2004, p. 33).

Uma segunda premissa diz respeito à estrutura acionária das empresas que compõem o mercado de capitais brasileiro. Esta premissa afirma que companhias neste mercado possuem, em geral, uma estrutura acionária fundamentalmente concentrada nas mãos de determinados investidores controladores, os quais estão normalmente relacionados à gestão das empresas (Martins e Lopes, 2005). Investidores controladores são aqueles capazes de influenciar decisões operacionais e financeiras da companhia e, geralmente, tratam-se de investidores “pessoa jurídica”. Presume-se que os mesmos não demandam “informações detalhadas para acompanhar o desempenho das empresas negociadas” pois teriam acesso privilegiado a certas informações (Murcia, 2009).

Apesar de ser uma premissa não muito questionada por advir de uma fonte sólida e de outras pesquisas anteriores sérias, a pesquisadora realizou uma análise sobre a estrutura acionária das companhias da amostra¹⁷ para considerar as implicações práticas da divulgação voluntária de medidas não-GAAP para os investidores não controladores. O objetivo da análise foi o de confirmar, ou não, através da verificação dos percentuais de participação de investidores nas companhias, a premissa de que as ações estariam concentradas em investidores controladores.

Em linhas gerais, a análise foi realizada retirando do site da CVM as informações sobre os nomes dos acionistas e seus respectivos percentuais sobre o total de ações em 31.12.2015.

¹⁷ Vide sessão 5.2.2 para detalhes sobre a amostra.

Posteriormente, foram selecionadas apenas as linhas percentuais de cada empresa que indicavam o acionista “Outros” na sua composição acionária. Este procedimento foi efetuado pois entende-se pelo Ofício-Circular CVM nº 1/2017 (CVM, 2017) que esta linha representa uma quantidade mais generalizada de acionistas (ações pulverizadas), os quais não teriam nenhum tipo de controle sobre as políticas e processos decisórios das companhias analisadas.

De forma contextualizada para a amostra de companhias da pesquisa, em 31.12.2015 temos as seguintes concentrações na linha de “Outros” por empresa da amostra:

Tabela 3 - Concentração de "Outros acionistas" para cada uma das empresas da amostra em 31.12.2015

Razão social	%	Razão social	%	Razão social	%
Kroton Educacional SA	82%	Estacio Participacoes SA	47%	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	35%
Cetip SA Mercados Organizados	82%	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	47%	Tupy SA	34%
BM&F Bovespa SA Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros	78%	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	45%	BB Seguridade Participacoes SA	34%
Valid Solucoes e Servicos de Seguranca em Meios de P. e I. SA	78%	Rumo Logistica Operadora Multimodal SA	45%	Alpargatas SA	34%
Equatorial Energia SA	74%	Hypermarcas SA	45%	Tim Participacoes SA	33%
Bradespar SA	68%	B2W Companhia Digital	44%	Banco do Brasil SA	33%
Gafisa SA	67%	Marcopolo SA	44%	Companhia Paranaense de Energia	32%
Totvs SA	67%	CCR SA	44%	Marfrig Global Foods SA	32%
BR Malls Participacoes SA	65%	Companhia Siderurgica Nacional	43%	CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	31%
Metalurgica Gerdau SA	65%	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	43%	BR Properties SA	30%
Qualicorp SA	63%	Sao Martinho SA	43%	Mahle Metal Leve SA	30%
Embraer SA	61%	Randon SA Implementos e Participacoes	42%	Ser Educacional SA	30%
BRF SA	61%	Fleury SA	42%	Porto Seguro SA	29%
Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	60%	Lojas Americanas SA	42%	Ambev SA	28%
Banco Bradesco SA	59%	EDP Energias do Brasil SA	42%	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	28%
Gerdau SA	57%	Fibria Celulose SA	41%	Multiplus SA	27%
Ultrapar Participacoes SA	57%	Cielo SA	41%	Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA	27%
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo SA	57%	Smiles SA	41%	QGEF Participacoes SA	27%
Raia Drogasil SA	53%	Sul America SA	40%	Telefonica Brasil SA	26%
Localiza Rent a Car SA	53%	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA Usiminas	40%	Aliansce Shopping Centers SA	26%
Itausa Investimentos Itau SA	53%	Light SA	38%	Jbs SA	23%
Lojas Renner SA	52%	Companhia de Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	38%	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	23%
Vale SA	52%	Cosan SA Industria e Comercio	37%	Magazine Luiza SA	22%
MRV Engenharia e Participacoes SA	52%	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	37%	Alupar Investimento SA	21%
Klabin SA	51%	Minerva SA	36%	Engie Brasil Energia SA	21%
Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo	50%	Banco do Estado do Rio Grande do Sul SA	36%	Via Varejo SA	21%
Odontoprev SA	49%	Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA	36%	Braskem SA	20%
Cia Hering	48%	EZTEC Empreendimentos e Participacoes SA	36%	CPFL Energia SA	20%
AES Tiete Energia SA	47%	WEG SA	35%	Centrais Eletricas Brasileiras SA	20%
Itau Unibanco Holding SA	47%	Suzano Papel e Celulose SA	35%	Banco Santander Brasil SA	5%
Iochpe Maxion SA	47%	Natura Cosmeticos SA	35%	Gol Linhas Aereas Inteligentes SA	2%
Companhia Brasileira de Distribuicao	47%	Duralex SA	35%		

Fonte: Elaborada pela autora.

Ao contrário do que indica a premissa citada anteriormente, a verificação da estrutura acionária das 100 maiores empresas pelo índice IBrX, para o exercício de 2015, apontou para uma concentração maior em investidores não controladores do que em investidores controladores. É possível observar por meio desta tabela que apenas 19 empresas, 20% das 95 empresas estudadas, possuem um percentual de concentração acionária em investidores não controladores no mínimo abaixo de 30%. 51 empresas ou 54% das empresas apresentaram um percentual de concentração acionária em investidores não controladores entre 30% e 50%, o que já pode ser considerado um intervalo de percentual razoável para este tipo de concentração. E, por fim, 25 empresas ou 26% das empresas apresentaram um percentual de concentração acionária em investidores não controladores superior a 50%, o que pode ser considerado um percentual bem elevado de concentração em virtude da premissa exposta acima indicar exatamente o oposto.

Dado ao baixo nível de proteção existente ao acionista minoritário (Carvalho, 2002), que é a grande maioria de acionistas presentes na amostra desta pesquisa, consideramos para fins deste estudo que o usuário do reporte corporativo que pode ser mais facilmente “enganado” pela divulgação não adequada de medidas não-GAAP é o investidor não controlador.

Admite-se, adicionalmente, que os investidores não controladores são investidores racionais limitados. Isto significa que os mesmos possuem ciência de sua desvantagem informacional perante os *insiders* da organização e agirão de maneira intencionalmente racional dadas as limitações que os cercam. Pesquisas anteriores apontam que investidores menos sofisticados estão mais propensos ao risco de serem “enganados” uma vez que consideram medidas alternativas de mensuração de desempenho confiáveis (Bhattacharya, Black, Christensen, & Mergenthaler, 2007; Brown, Christensen, Elliott, & Mergenthaler, 2012).

Por fim, a teoria da Divulgação é abarcada nesta investigação. Conforme Murcia (2009), esta teoria “provê o arcabouço conceitual para examinar os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar informações de maneira voluntária” (p. 6). O presente trabalho pode ser caracterizado como pertencente à esfera da Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Discricionariedade (Verrechia, 2001), visto que possui em última instância a natureza de examinar e explicar os motivos pelos quais uma organização decide divulgar determinadas informações não exigidas por força de lei.

Com base no exposto nos parágrafos deste tópico, resumimos a seguir as premissas admitidas para a condução da presente investigação científica:

- a. Assume-se que a assimetria informacional é o ponto de partida para entender o papel da divulgação de medidas não-GAAP nos mercados de capitais;

- b. O usuário do reporte corporativo que pode ser potencialmente afetado pela divulgação inadequada de medidas não-GAAP é o investidor não controlador; e
- c. Os investidores não controladores possuem racionalidade limitada, ou seja, tomam suas decisões econômico-financeiras dadas as limitações informacionais inerentes aos mesmos.

4.2 Evidências anteriores

Segundo Aquino, Pagliarussi e Bitti (2008), “mapear os trabalhos anteriores permitirá que o pesquisador consiga uma perspectiva do estado da arte no assunto escolhido” (p. 8). Os referidos autores afirmam ainda que esta atividade permite ao pesquisador conhecer as principais *proxies* utilizadas, limitações existentes e construtos relacionados ao tema de interesse.

É importante ressaltar que a maioria dos estudos revisados neste tópico focam em ganhos ou lucros não contábeis, pois são o foco dos estudos internacionais em medidas não-GAAP. Ainda que o EBITDA e o EBITDA Ajustado sejam frutos de “ajustes” ao lucro contábil, sendo este conhecido como o elemento GAAP mais próximo comparável por servir de base para a reconciliação da referida medida não-GAAP, entende-se para fins deste estudo que a medida “EBITDA” e seus derivados não podem ser classificados como “lucros não-GAAP”, pois o uso desta medida reflete a busca por uma medida que reflita a geração bruta (ou operacional) de caixa das empresas e não um “segundo resultado contábil”.

Com base no levantamento bibliográfico efetuado, há duas principais linhas de pesquisa sobre o tema “medidas não-GAAP”. Como já abordado anteriormente, grande parte das pesquisas anteriores evidenciam o mau uso ou uso oportunístico destas métricas, como por exemplo o estudo conduzido por Black e Christensen (2009), o qual aponta que os gestores manipulam os ajustes realizados em ganhos não-GAAP de forma a atender a determinados *benchmarks* estabelecidos pelas empresas. De maneira similar, Marques (2010) sugere que gestores enfatizam métricas não-GAAP quando o lucro contábil não atinge o *benchmark* esperado.

Doyle, Jennings e Soliman (2013) sugerem que quando firmas reportam exclusões em medidas não-GAAP as mesmas estão mais propensas a bater ou superar as previsões de analistas de mercado, principalmente em relação ao ajuste de itens negativos classificados no grupo “outras exclusões”.

Outro estudo interessante refere-se à investigação das propriedades informacionais de ajustes efetuados através de ganhos pro forma. Doyle, Lundholm e Soliman (2003) indicam que

ajustes comumente declarados pelas empresas como sendo não recorrentes ou não caixa na realidade são itens importantes para que o mercado entenda o valor futuro da firma. Alguns exemplos de ajustes investigados foram: perdas operacionais com operações descontinuadas e amortização do *goodwill*.

A pesquisa conduzida por Elliott (2004) investigou como os gestores enfatizam mensurações não-GAAP em *press releases* e como esta ênfase pode influenciar os investidores a depender do grau de sofisticação dos mesmos. A autora encontrou, dentre outros resultados, que investidores “não profissionais” são influenciados pela ênfase que é dada às mensurações alternativas de desempenho empresarial e não simplesmente por sua divulgação.

Bhattacharya, Black, Christensen e Mergenthaler (2007) encontraram que os investidores individuais confiam em informações pro forma divulgadas. Este resultado é relevante no sentido de que as principais regulações no mercado de capitais norte-americano foram desenhadas para proteger esta classe de participantes do mercado.

Os resultados apontados pela pesquisa conduzida por Miller (2009) sugerem que gerentes se envolvem em um comportamento de *disclosure* oportunístico de mensurações de ganhos não-GAAP que geralmente beneficiam *shareholders* e a própria administração em detrimento de outros investidores.

Neste sentido, pesquisas anteriores também estudam os mecanismos ou oportunidades que encorajam ou desencorajam um comportamento oportunístico por parte dos gestores. Segundo Marques e Isidro (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*: a decisão em reportar medidas não-GAAP, a realização de ajustes de itens considerados recorrentes, a proeminência que é dada a estas medidas em *press releases* e a não disposição de uma reconciliação que explique as diferenças entre o ganho GAAP e o ganho não-GAAP. Os resultados sugerem que um conselho de diretoria eficiente é capaz de desencorajar o uso da discricionariedade quando do reporte de medidas alternativas de mensuração de desempenho empresarial.

Outras pesquisas, no entanto, destacam o papel informativo de medidas alternativas de mensuração de desempenho econômico. A investigação conduzida por Bhattacharya et al. (2003), por exemplo, sugere que os 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. Esta percepção de relevância de ganhos pro forma em detrimento do lucro 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. Neste sentido a contabilidade teria “um papel fundamental na definição de medidas de *performance* e remuneração” (p. 35).

Bradshaw e Sloan (2002) sugerem que ganhos *pro forma* são mais determinantes do que ganhos GAAP para explicar as variações nos preços das ações e que a administração das companhias tem assumido um papel proativo ao enfatizar medidas não-GAAP quando do reporte corporativo. Os resultados desta pesquisa foram obtidos por meio da documentação do lucro por ação contábil e do lucro por ação não contábil para diversas empresas e posterior análise do impacto de suas divulgações nos retornos das ações.

Malone et al. (2016) afirmam que analistas de mercado e investidores normalmente ajustam itens considerados “não recorrentes” e “não operacionais” associados a reestruturações, fusões e ganhos e perdas com a venda de ativos por meio de medidas não-GAAP. Estes itens fazem parte dos eventos plausíveis para fins de ajustes não-GAAP e caracterizam-se como “transações relevantes de negócio”, conforme OCPC 06 (CPC, 2013).

A divulgação de medidas não-IFRS pode reduzir a assimetria informacional entre as companhias e os investidores se efetuada de forma adequada, consequentemente reduzindo eventuais conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Estudos como o de Bradshaw e Sloan (2002) corroboram com esta redução de conflitos ao sugerir que medidas não-GAAP são úteis para os investidores pois estão mais fortemente associadas com retornos, preços de ações e lucros futuros do que medidas GAAP.

De uma forma mais generalizada, Verrecchia (2001) defende que a credibilidade da informação divulgada voluntariamente e a reputação dos preparadores conferem fidedignidade a este tipo de *disclosure*.

Com base nas evidências apontadas é possível identificar que as duas linhas de pesquisa são defendidas por autores reconhecidos. Apesar da maioria dos resultados apontarem para um viés oportunístico, permanece inconcluso no cenário científico se medidas não-GAAP são, em sua essência, uma informação útil ou uma informação oportuna quando evidenciada ao mercado de capitais¹⁸. Esta pesquisa buscou suprir esta dúvida no ambiente brasileiro ao conduzir questionários com profissionais experientes e que possuem vieses de regulação (auditores independentes) de informações financeiras, bem como por meio das discussões apresentadas e

¹⁸ A pesquisadora, através das evidências correlacionadas desta pesquisa, apresenta uma conclusão a respeito da utilidade ou oportunidade das medidas não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”.

resultados de pesquisas anteriores identificar fatores que pudessem corroborar com a escolha pela divulgação destas medidas nos mercados de capitais.

No próximo tópico serão apresentadas as hipóteses desta pesquisa para a medida EBITDA, as quais foram formuladas tomando por base pesquisas anteriores e quando não aplicável, foram formuladas com base em premissas lógico-dedutivas considerando a essência do EBITDA.

4.3 Hipóteses

As hipóteses foram desenvolvidas no sentido de endereçar o sexto e último objetivo desta pesquisa, o qual testou a relação entre possíveis fatores relacionados com as empresas da amostra e a propensão destas em divulgar a medida não-GAAP “EBITDA” no cenário corporativo brasileiro. Ou seja, o que se buscou foi a confirmação teórica de fatores específicos que podem influenciar a divulgação voluntária da medida não-GAAP “EBITDA” por meio de técnicas estatísticas.

A confirmação teórica de fatores determinantes para o EBITDA Ajustado de forma individual não foi efetuada porque para que uma companhia mensure o EBITDA Ajustado a mesma precisa, necessariamente, mensurar o EBITDA primeiro. É evidente que uma entidade tem a liberdade para escolher se divulga ao mercado as duas medidas ou somente o EBITDA ou somente o EBITDA Ajustado após os cálculos. Contudo, a lógica seguida para fins da definição de um modelo estatístico único para o EBITDA é de que as empresas podem estar determinadas a divulgar as duas medidas por razões similares.

As hipóteses podem ser declaradas formalmente como segue, cada uma acompanhada das respectivas justificativas teóricas:

H1: Empresas maiores possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP “EBITDA” em detrimento de empresas menores.

Essa hipótese foi postulada com base na premissa de que empresas maiores tendem a divulgar mais informações voluntárias em comparação com empresas menores (Verrechia, 1991). Uma das justificativas desta premissa é que a transparência de informações em relatórios corporativos é uma característica associada a grandes corporações pelo fato de que, entre outros motivos, estas necessitam captar mais recursos externos junto a investidores em relação a empresas menores, e ao divulgar informações complementares ao mercado, estariam chamando a atenção de potenciais investidores.

Além disto, empresas maiores possuem características peculiares que “facilitam” a promoção de outras informações, como: a) maiores recursos financeiros para custear publicações; b) maior quantidade de recursos humanos, bem como mais preparados, para elaborar e acompanhar informações financeiras e outras informações de interesse da companhia; c) maior necessidade de mostrar melhor resultados em relação aos seus concorrentes diretos; d) maior associação das medidas não-GAAP estudadas a critérios de remuneração variável, dentre outros.

Espera-se uma relação positiva entre tamanho e a divulgação do EBITDA.

Proxy utilizada: ativo total segundo a Reuters.

H2: Empresas que aderem aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA 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 de que empresas que aderem aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA 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 (Marques & Isidro, 2013).

Há, portanto, uma presunção lógica de que companhias neste cenário são mais desafiadas a divulgarem informações voluntárias e de que seguem regras mais rígidas para que se mantenham nos segmentos especiais de listagem, quais sejam: a) Bovespa Mais; b) Bovespa Mais Nível 2; c) Novo Mercado; d) Nível 2; e e) Nível 1. Em outras palavras: “ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da empresa e participantes do mercado, o risco é reduzido” (BM&FBOVESPA, 2017).

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 segundo a BM&FBOVESPA.

H3: 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). Seguindo este raciocínio, é de se esperar que quando uma empresa apresente prejuízo e não lucro, maiores são as chances de que esta empresa divulgue outras medidas de

desempenho. De forma complementar, outros estudos sugerem que o mercado percebe ganhos não-GAAP como mais eficientes para representar os ganhos operacionais das empresas (Bhattacharya et al., 2003), o que poderia corroborar com a divulgação de medidas não-GAAP quando o resultado contábil não atender ao esperado pelas companhias. Logo, empresas que apresentam prejuízo contábil estariam mais propensas a divulgar outras medidas que não GAAP para mostrar ao mercado uma “situação melhor” ou pelo menos 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.

H4: 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.

H5: Empresas do setor de energia elétrica possuem maior probabilidade de divulgar a medida não-GAAP “EBITDA” em detrimento de empresas de outros setores.

Essa hipótese foi postulada com base principalmente na análise descritiva desta pesquisa, a qual apontou para uma maior concentração (15%) de divulgação da medida não-GAAP “EBITDA” em empresas do setor elétrico. Este resultado descritivo é importante, pois aponta para uma propensão de empresas neste setor a divulgar informações voluntárias. Murcia (2009), por exemplo, ressaltou que a existência da regulação específica da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) nº 444/01 “tem resultado em um alto nível de *disclosure* das empresas do setor elétrico” (p. 116).

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.

H6: 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. Pressupõem-se, portanto, que empresas com maior saldo de imobilizado tendam a divulgar mais este tipo de informação.

Espera-se uma relação positiva entre empresas com maior imobilizado e a divulgação do EBITDA.

Proxy utilizada: imobilizado total segundo a Reuters.

5 METODOLOGIA E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Faz-se necessário primeiramente apresentar a distinção entre metodologia e método. De acordo com Martins e Theóphilo (2009), “o objetivo da metodologia é o aperfeiçoamento dos procedimentos e critérios utilizados na pesquisa” (p. 37). O método, por sua vez, seria o caminho traçado para alcançar determinado objetivo de pesquisa.

Neste tópico são tratados os aspectos principais relacionados ao desenho da pesquisa, buscando evidenciar como a investigação foi idealizada e colocada em prática.

5.1 Orientação metodológica

O presente estudo é empírico-teórico. Nesta perspectiva, o objetivo da investigação é o de desenvolver leis por meio de testes empíricos (Smith, 2015). Adicionalmente, pode-se dizer que a pesquisa se situa nos níveis descritiva e exploratória, a qual busca explicação para as relações observadas (Smith, 2015).

O processo de raciocínio aplicado é o dedutivo, pois baseia-se na ideia de que a pesquisa científica se inicia com uma pergunta e com uma possível solução, a qual é convertida em hipótese e será testada (Martins & Theóphilo, 2009).

5.2 Procedimentos metodológicos

Os procedimentos metodológicos baseiam-se principalmente em pesquisa documental. Além deste, o método de aplicação de questionário foi utilizado visando a coleta de informações para apurar o significado que os respondentes atribuem a determinadas questões (Martins & Theóphilo, 2009).

Os questionários foram endereçados a profissionais com expertise de mercado, quais sejam, sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas “Big Four”. A aplicação do questionário teve por finalidade apurar as percepções sobre o uso e divulgação das medidas de desempenho não-GAAP investigadas no mercado corporativo brasileiro, conforme um dos objetivos específicos da pesquisa.

Também foram utilizadas técnicas estatísticas para testar possíveis determinantes para explicar a propensão de companhias quanto à divulgação da medida não-GAAP “EBITDA”.

5.2.1 Amostra e coleta de dados

São tratados neste tópico os procedimentos desenhados para a pesquisa. Todos os dados da pesquisa foram obtidos por meio de quatro fontes.

Em linha com a pesquisa desenhada por Malone et al. (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 conforme IFRS e potencialmente 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, dado que a grande maioria de seus dados foi coletada manualmente.

1) Primeira fonte - Thomson Reuters:

Dados contábeis quantitativos e outros dados numéricos necessários foram coletados a partir da base Eikon da Thomson Reuters. As referidas informações foram obtidas por meio de solicitações realizadas pela pesquisadora diretamente a funcionários do “*Financial Modelling and Conversion Team*” da Reuters. Os dados foram extraídos por eles diretamente dos relatórios anuais e *press releases* publicados para cada uma das companhias abertas presentes no índice “IBrX 100” da BM&FBOVESPA no dia da coleta inicial de dados, a qual datou de 24.02.2017¹⁹, para os anos de 2014 e 2015.

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 e provavelmente possuem maior foco de reguladores e outros participantes do mercado acionário. O intuito da pesquisa em selecionar empresas deste índice 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.

O “IBrX 100” é um índice de preços que objetiva mensurar o retorno de uma carteira teórica composta pelas 100 ações mais negociadas em quantidade e volume financeiro da

¹⁹ Não houve grandes variações de empresas entre as listadas no pregão desta data e as listadas no pregão do fechamento de 31.12.2015. As empresas deste fechamento que não se encontram no pregão da data da coleta são as seguintes: ANIMA, COSAN LOG, EVEN, MILLS, OI, ROSSI RESID, SOUZA CRUZ e TRACTEBEL.

BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2015). Segundo coluna publicada no Valor Econômico (2011), este índice é o que retrata mais fielmente o mercado acionário brasileiro. Isto se dá pelo fato de a metodologia de cálculo do “IBrX” ponderar as ações de cada empresa pelo seu valor de mercado baseando-se no *free float*, afastando, desta forma, a possibilidade de inconsistências pelo uso primordial do critério de liquidez das ações.

Os seguintes dados foram coletados para cada empresa e relatório analisado com relação à primeira fonte, todos apontados em milhões de reais (exceto número de analistas). As definições de cada variável estão descritas conforme solicitações efetuadas pela pesquisadora ao time da Reuters, para evitar equívocos na coleta das informações:

- a. Total de ativos - Montante do Ativo total indicado no Balanço Patrimonial do período;
- b. Imobilizado - Montante do Imobilizado indicado no Balanço Patrimonial do período;
- c. Receita líquida - Montante da Receita líquida reconhecida na DRE do período; e
- d. Lucro ou prejuízo - Montante do Lucro ou prejuízo contábil indicado na DRE do período.

Em outras palavras, foram coletados por empresa dez dados numéricos para cada informação acima identificada referentes ao primeiro trimestre de 2014 e 2015, segundo trimestre de 2014 e 2015, terceiro trimestre de 2014 e 2015, quarto trimestre de 2014 e 2015 e relatório anual de 2014 e 2015. Vide tabela com o total de empresas da amostra no tópico 5.2.2.

2) Segunda fonte - Coleta manual a partir dos relatórios anuais e *press releases*:

Dados quantitativos e qualitativos de divulgação de medidas não-GAAP foram coletados para as empresas da amostra que apresentaram as medidas “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”, uma vez que é de interesse da presente pesquisa analisar os ajustes adicionais ao EBITDA. Vide tabelas com o total de empresas que publicaram as referidas medidas não-GAAP no tópico 5.2.2.

Os seguintes dados foram coletados para cada empresa e relatório analisado com relação à segunda fonte:

- a. Tipo (*impairment*, reestruturações, etc.) e montante dos ajustes realizados pelas companhias encontrados na reconciliação entre o lucro ou prejuízo contábil e as medidas não-GAAP divulgadas.

3) Terceira fonte - Coleta manual a partir dos formulários de referência:

Alguns dados de interesse da pesquisa foram retirados por meio dos formulários de referência de 31.12.2014 e 31.12.2015 disponíveis no site da CVM, para cada companhia da amostra, pois não foram encontrados na base da Reuters.

Os seguintes dados foram coletados para cada empresa com relação à terceira fonte:

- a. Razão(ões) pela(s) qual(is) as companhias da amostra decidiram utilizar e divulgar o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado por meio do item 3.2, “Medições não contábeis” (CVM, 2017) nos anos de 2014 e 2015; e
- b. Estrutura acionária para verificação da existência de concentração da base acionária em investidores controladores ou investidores não controladores por meio do item 15.1, “Identificação do acionista ou grupo de acionistas controladores”²⁰ (CVM, 2017) no ano de 2015²¹.

A análise das informações da letra a) foi apresentada no tópico 5.2.2 a seguir. A análise das informações da letra b) foi apresentada anteriormente no tópico 4.1, uma vez que foi necessária a realização da abordagem sobre a estrutura acionária das companhias para apontar as premissas adotadas para esta pesquisa.

4) Quarta fonte - Questionário:

A quarta e última fonte de dados da pesquisa foi obtida por meio dos questionários respondidos.

Os questionários respondidos pelos sócios de auditoria independente e consultoria financeira foram obtidos de duas maneiras: a) aplicação, de forma pessoal, pela pesquisadora, onde a mesma leu as perguntas junto aos respondentes e anotou as respostas obtidas (o respondente também recebeu uma cópia do questionário); ou b) recebimento das respostas via e-mail, quando este formato de aplicação era escolhido pelo sócio ou quando não era possível a realização de forma pessoal por razões diversas.

Vide tópico 5.2.3 para informações detalhadas sobre a metodologia de elaboração e aplicação dos questionários.

²⁰ Segundo o referido ofício-circular, o registrante da CVM deve indicar o emissor deve “prestar informações atualizadas sobre a identificação e a participação detida pelo acionista ou grupo de acionistas controladores do emissor” (para. 10.2.15).

²¹ Esta análise foi realizada utilizando-se apenas informações do formulário de referência de 2015, pois, em geral, não se esperava que tivessem ocorrido mudanças nas bases acionárias das empresas da amostra que levassem a uma modificação relevante nos resultados desta verificação.

5.2.2 Características e análises descritivas da amostra do método documental

As empresas que fazem parte do índice “IBrX 100” desta pesquisa foram selecionadas com base na composição da data inicial da coleta de dados, como já explicado anteriormente. Após a seleção da amostra adequada, foi realizado um procedimento para averiguar quantas companhias integraram, efetivamente, o índice “IBrX 100” do dia 24.02.2017, em razão de algumas delas possuírem mais de um tipo de ação classificada como entre as 100 maiores (como por exemplo o Banco Bradesco S.A., que possuía nesta data as ações BBDC3 e BBDC4) e, portanto, algumas companhias foram adicionadas à planilha mais de uma vez.

O procedimento realizado para averiguação da quantidade de companhias foi o seguinte: com base na planilha em Excel recebida da Reuters, todas as empresas foram coladas em sequência na mesma coluna de uma pasta em branco no Excel. Após isto, a coluna foi selecionada e o comando “*Remove Duplicates*” foi utilizado para reconhecer e apagar da coluna as empresas com o mesmo nome. Ao final do procedimento, foi indicada a existência de 95 companhias constantes no índice “IBrX 100” do dia 24.02.2017.

Na tabela 4 está apresentada a razão social de cada companhia em ordem alfabética:

Tabela 4 - Companhias do índice "IBrX 100" no dia 24.02.2017

Item	Razão social	Item	Razão social
1	AES Tiete Energia SA	49	Hypermarcas SA
2	Aliansce Shopping Centers SA	50	Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA
3	Alpargatas SA	51	Iochpe Maxion SA
4	Alupar Investimento SA	52	Itau Unibanco Holding SA
5	Ambev SA	53	Itausa Investimentos Itau SA
6	B2W Companhia Digital	54	Jbs SA
7	Banco Bradesco SA	55	Klabin SA
8	Banco do Brasil SA	56	Kroton Educacional SA
9	Banco do Estado do Rio Grande do Sul SA	57	Light SA
10	Banco Santander Brasil SA	58	Localiza Rent a Car SA
11	BB Seguridade Participacoes SA	59	Lojas Americanas SA
12	BM&F Bovespa SA Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros	60	Lojas Renner SA
13	BR Malls Participacoes SA	61	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos
14	BR Properties SA	62	Magazine Luiza SA
15	Bradespar SA	63	Mahle Metal Leve SA
16	Braskem SA	64	Marcopolo SA
17	BRF SA	65	Marfrig Global Foods SA
18	CCR SA	66	Metalurgica Gerdau SA
19	Centrais Eletricas Brasileiras SA	67	Minerva SA
20	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	68	MRV Engenharia e Participacoes SA
21	Cetip SA Mercados Organizados	69	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA
22	Cia Hering	70	Multiplus SA
23	Cielo SA	71	Natura Cosmeticos SA
24	Companhia Brasileira de Distribuicao	72	Odontoprev SA
25	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo	73	Petroleo Brasileiro SA Petrobras
26	Companhia de Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	74	Porto Seguro SA
27	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	75	QGEP Participacoes SA
28	Companhia Paranaense de Energia	76	Qualicorp SA
29	Companhia Siderurgica Nacional	77	Raia Drogasil SA
30	Cosan SA Industria e Comercio	78	Randon SA Implementos e Participacoes
31	CPFL Energia SA	79	Rumo Logistica Operadora Multimodal SA
32	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	80	Sao Martinho SA
33	CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	81	Ser Educacional SA
34	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	82	Smiles SA
35	Duratex SA	83	Sul America SA
36	Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA	84	Suzano Papel e Celulose SA
37	EDP Energias do Brasil SA	85	Telefonica Brasil SA
38	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo SA	86	Tim Participacoes SA
39	Embraer SA	87	Totvs SA
40	Engie Brasil Energia SA	88	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA
41	Equatorial Energia SA	89	Tupy SA
42	Estacio Participacoes SA	90	Ultrapar Participacoes SA
43	EZTEC Empreendimentos e Participacoes SA	91	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA Usiminas
44	Fibria Celulose SA	92	Vale SA
45	Fleury SA	93	Valid Solucoes e Servicos de Seguranca em Meios de P. e I. SA
46	Gafisa SA	94	Via Varejo SA
47	Gerdau SA	95	WEG SA
48	Gol Linhas Aereas Inteligentes SA		

Fonte: Elaborada pela autora com base nas informações contidas na base de dados "IBrX 100".

Foi realizada uma consulta cadastral pelo nome da empresa no site da CVM²² para cada uma das 95 empresas acima listadas. O objetivo desta consulta foi o de nos certificarmos de que todas as empresas da amostra possuíam situação cadastral ativa junto ao órgão regulador durante todos os períodos selecionados para estudo. Após este procedimento, verificamos que a AES Tiete S.A. cancelou seu registro na CVM em 31.12.2015. Como a pesquisa abrange os anos de 2014 e 2015, não foi necessário excluí-la para compor a amostra final.

Em seguida foram atribuídos os segmentos das empresas conforme a classificação setorial da CVM²³ para que as análises descritivas fossem realizadas também levando em consideração o modelo de negócio de cada companhia. Na sequência é apresentada a tabela 5 que aponta a amostra final de 95 empresas e seus respectivos setores:

²² Link do site: <http://sistemas.cvm.gov.br/asp/cvmwww/cadastro/formCad.asp>

²³ Alguns setores similares foram agrupados para que a análise ficasse mais concisa.

Tabela 5 - Companhias ativas do índice "IBrX 100" no dia 24.02.2017

Razão social	Setor	Razão social	Setor
AES Tiete Energia SA	Energia elétrica	Hypermarcas SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Alianse Shopping Centers SA	Comércio (Atacado e Varejo)	Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Alpargatas SA	Textil e vestuário	Lochpe Maxion SA	Máquinas e veículos
Alupar Investimento SA	Participações	Itau Unibanco Holding SA	Bancos
Ambev SA	Alimentos, bebidas e fumo	Itausa Investimentos Itau SA	Outros serviços financeiros
B2W Companhia Digital	Comércio (Atacado e Varejo)	Jbs SA	Alimentos, bebidas e fumo
Banco Bradesco SA	Bancos	Klabin SA	Madeira, papel e celulose
Banco do Brasil SA	Bancos	Kroton Educacional SA	Educação
Banco do Estado do Rio Grande do Sul SA	Bancos	Light SA	Energia elétrica
Banco Santander Brasil SA	Bancos	Localiza Rent a Car SA	Transporte e logística
BB Seguridade Participacoes SA	Seguradoras e corretoras	Lojas Americanas SA	Comércio (Atacado e Varejo)
BM&F Bovespa SA Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros	Bolsa de valores	Lojas Renner SA	Comércio (Atacado e Varejo)
BR Malls Participacoes SA	Participações	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Alimentos, bebidas e fumo
BR Properties SA	Participações	Magazine Luiza SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Bradespar SA	Participações	Mahle Metal Leve SA	Máquinas e veículos
Braskem SA	Química, petroquímica e combustíveis	Marcopolo SA	Máquinas e veículos
BRF SA	Alimentos, bebidas e fumo	Marfrig Global Foods SA	Alimentos, bebidas e fumo
CCR SA	Transporte e logística	Metalurgica Gerdau SA	Metalurgia e siderurgia
Centrais Eletricas Brasileiras SA	Energia elétrica	Minerva SA	Alimentos, bebidas e fumo
CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Energia elétrica	MRV Engenharia e Participacoes SA	Construção civil e decoração
Cetip SA Mercados Organizados	Outros serviços financeiros	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	Construção civil e decoração
Cia Hering	Textil e vestuário	Multiplus SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Cielo SA	Outros serviços financeiros	Natura Cosmeticos SA	Serviços médicos, farmacêuticos e higiene
Companhia Brasileira de Distribuicao	Comércio (Atacado e Varejo)	Odontoprev SA	Serviços médicos, farmacêuticos e higiene
Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo	Saneamento	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo e gás
Companhia de Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	Saneamento	Porto Seguro SA	Seguradoras e corretoras
Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Energia elétrica	QGEF Participacoes SA	Participações
Companhia Paranaense de Energia	Energia elétrica	Qualicorp SA	Participações
Companhia Siderurgica Nacional	Metalurgia e siderurgia	Raia Drogasil SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Cosan SA Industria e Comercio	Agricultura e extração mineral	Randon SA Implementos e Participacoes	Máquinas e veículos
CPFL Energia SA	Energia elétrica	Rumo Logistica Operadora Multimodal SA	Transporte e logística
CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	Energia elétrica	Sao Martinho SA	Agricultura e extração mineral
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	Hospedagem e turismo	Ser Educacional SA	Educação
Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Construção civil e decoração	Smiles SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Duralex SA	Madeira, papel e celulose	Sul America SA	Seguradoras e corretoras
Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA	Transporte e logística	Suzano Papel e Celulose SA	Madeira, papel e celulose
EDP Energias do Brasil SA	Energia elétrica	Telefonica Brasil SA	Telecomunicações
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo SA	Energia elétrica	Tim Participacoes SA	Telecomunicações
Embraer SA	Máquinas e veículos	Totvs SA	Comunicação e informática
Engie Brasil Energia SA	Energia elétrica	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Energia elétrica
Equatorial Energia SA	Energia elétrica	Tupy SA	Metalurgia e siderurgia
Estacio Participacoes SA	Educação	Ultrapar Participacoes SA	Participações
EZTEC Empreendimentos e Participacoes SA	Participações	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA Usiminas	Metalurgia e siderurgia
Fibra Celulose SA	Madeira, papel e celulose	Vale SA	Agricultura e extração mineral
Fleury SA	Serviços médicos, farmacêuticos e higiene	Valid Solucoes e Servicos de Seguranca em Meios de P. e I. SA	Gráficas e editoras
Gafisa SA	Construção civil e decoração	Via Varejo SA	Comércio (Atacado e Varejo)
Gerdau SA	Metalurgia e siderurgia	WEG SA	Máquinas e veículos
Gol Linhas Aereas Inteligentes SA	Transporte e logística		

Fonte: Elaborada pela autora com base nas informações contidas na base de dados "IBrX 100".

Com base na análise de empresas por setor, foi possível identificar uma forte concentração de companhias da amostra em dois setores: “Comércio (Atacado e Varejo)” e “Energia elétrica”. Estes dois setores, tomados em conjunto, representam 27% do total de companhias da amostra. Vide tabela 6:

Tabela 6 - Concentração de companhias por setor

Setor	Qtd de empresas	%
Energia elétrica	13	14%
Comércio (Atacado e Varejo)	12	13%
Participações	8	8%
Alimentos, bebidas e fumo	6	6%
Máquinas e veículos	6	6%
Bancos	5	5%
Metalurgia e siderurgia	5	5%
Transporte e logística	5	5%
Construção civil e decoração	4	4%
Madeira, papel e celulose	4	4%
Agricultura e extração mineral	3	3%
Educação	3	3%
Outros serviços financeiros	3	3%
Seguradoras e corretoras	3	3%
Serviços médicos, farmacêuticos e higiene	3	3%
Saneamento	2	2%
Telecomunicações	2	2%
Textil e vestuário	2	2%
Bolsa de valores	1	1%
Comunicação e informática	1	1%
Gráficas e editoras	1	1%
Hospedagem e turismo	1	1%
Petróleo e gás	1	1%
Química, petroquímica e combustíveis	1	1%
Total	95	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Por razões claras, as análises descritivas foram realizadas considerando o total de empresas da amostra que divulgou a medida não-GAAP “EBITDA” e/ou a medida não-GAAP “EBITDA Ajustado” para pelo menos um dos períodos abrangidos nesta pesquisa. Em outras palavras, as empresas que não divulgaram o EBITDA e o EBITDA Ajustado, conjuntamente, para todos os 10 períodos analisados²⁴, não possuem dados e, portanto, não é possível considerá-las para fins das análises descritivas sobre divulgação.

²⁴ Primeiro trimestre de 2014 e 2015, segundo trimestre de 2014 e 2015, terceiro trimestre de 2014 e 2015, quarto trimestre de 2014 e 2015 e relatório anual de 2014 e 2015.

Somam 13 as empresas que não divulgaram nenhuma das duas medidas não-GAAPs analisadas para todos os períodos considerados na pesquisa, o que representa apenas 14% do total de 95 empresas da amostra. São elas:

Tabela 7 - Empresas que não divulgaram o EBITDA e o EBITDA Ajustado para todos os períodos analisados

Razão social	Setor
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	Bancos
BCO BRADESCO S.A.	Bancos
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	Bancos
BCO BRASIL S.A.	Bancos
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	Bancos
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	Bolsa de valores
SMILES S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
MULTIPLUS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	Outros serviços financeiros
BRADSPAR S.A.	Participações
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	Seguradoras e corretoras
PORTO SEGURO S.A.	Seguradoras e corretoras
SUL AMERICA S.A.	Seguradoras e corretoras
Total	13

Fonte: Elaborada pela autora.

Os setores “Bancos” e “Seguradoras e corretoras” possuem respectivamente, 5 e 3 companhias, o que corresponde a aproximadamente 62% do total de companhias que não divulgaram, conjuntamente, o EBITDA e o EBITDA Ajustado para todos os períodos analisados. Já era esperado que instituições financeiras e outros negócios fundamentalmente ligados à serviços financeiros não divulgassem estes tipos de medida de desempenho, uma vez que os juros cobrados de clientes são tratados como despesa operacional e geralmente não há um alto montante de depreciação lançado ao resultado do exercício.

Dividimos as análises descritivas em seis blocos para facilitar o entendimento dos leitores: 1) Divulgação do EBITDA; 2) Divulgação do EBITDA Ajustado; 3) EBITDA Ajustado > EBITDA?; 4) Por que as empresas utilizam e divulgam o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado; 5) Tipos de ajustes; e 6) Concentração setorial. Esta divisão se fez necessária pelo fato de que não existe nenhuma obrigação para que as empresas que divulguem o EBITDA o façam por determinados períodos consecutivos mínimos, ou de que ao divulgar o EBITDA as companhias devem divulgar também o EBITDA Ajustado. Desta forma, por motivos operacionais advindos da própria natureza da divulgação voluntária, há diferentes cenários empíricos no tocante à divulgação destas medidas.

5.2.2.1 Divulgação do EBITDA

Considerando pelo menos um dos períodos analisados, 79 companhias da amostra divulgaram o EBITDA. Este fato significa que 83% das companhias da amostra consideraram a divulgação do EBITDA como algo relevante para o mercado para pelo menos um dos períodos analisados.

Tabela 8 - Divulgação do EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

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

Fonte: Elaborada pela autora.

Destas 79 empresas que divulgaram o EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados, 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 9 - Composição da divulgação do EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

Item	Total	%
10 períodos	67	85%
8 períodos	9	11%
4 períodos	1	1%
2 períodos	2	3%
Total de empresas que divulgaram o EBITDA (*)	79	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Esta composição aponta que poucas empresas não foram consistentes com relação à divulgação do EBITDA nos períodos analisados. Apenas 4% das companhias divulgaram o EBITDA em 4 ou menos períodos analisados. Segue na tabela 10 a abertura por empresa para as que não divulgaram a medida em todos os 10 períodos analisados:

Tabela 10 - Empresas que não divulgaram o EBITDA para os 10 períodos analisados

Razão social	Qtd de períodos
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	8
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	8
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	8
CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA - (CT	8
FIBRIA CELULOSE S.A.	8
KROTON EDUCACIONAL S.A.	8
NATURA COSMETICOS S.A.	8
RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	8
WEG S.A.	8
B2W - COMPANHIA DIGITAL	4
AMBEV S.A.	2
LOJAS AMERICANAS S.A.	2
Total	80

Fonte: Elaborada pela autora.

Do total de 95 companhias da amostra, 16 companhias não divulgaram o EBITDA em nenhum dos 10 períodos analisados. Este fato significa que 17% das companhias da amostra não consideraram a divulgação do EBITDA como algo relevante para o mercado em todos os períodos analisados.

Tabela 11 - Não divulgação do EBITDA (*) Para todos os períodos analisados

Item	Total
Empresas que não divulgaram o EBITDA (*)	16
Total de empresas da amostra	95
Percentual de concentração	17%

Fonte: Elaborada pela autora.

Na sequência segue listagem destas 16 companhias:

Tabela 12 - Empresas que não divulgaram o EBITDA para todos os períodos analisados

Razão social	Setor
JBS S.A.	Alimentos, bebidas e fumo
BCO BRADESCO S.A.	Bancos
BCO BRASIL S.A.	Bancos
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	Bancos
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	Bancos
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	Bancos
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	Bolsa de valores
SMILES S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
MULTIPLUS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
CIA SIDERURGICA NACIONAL	Metalurgia e siderurgia
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	Outros serviços financeiros
BRADESPAR S.A.	Participações
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Saneamento
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	Seguradoras e corretoras
PORTO SEGURO S.A.	Seguradoras e corretoras
SUL AMERICA S.A.	Seguradoras e corretoras
Total	16

Fonte: Elaborada pela autora.

Outra informação de grande importância para esta pesquisa observada durante a coleta manual dos dados foi se a entidade apresentou, ou não, a conciliação do EBITDA, conforme requerido pela ICVM nº 527 em seu artigo 2º, inciso 2º: “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. Considerando este cenário, das empresas que divulgaram o EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados, 79 empresas, 69 empresas apresentaram uma conciliação:

Tabela 13 - Divulgação de conciliação ao EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados (**) Conciliação do montante divulgado, independentemente de estar conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527

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

Fonte: Elaborada pela autora.

Em outras palavras, 87% das empresas que divulgaram o EBITDA, apresentaram uma conciliação para tal montante divulgado para pelo menos um dos períodos analisados. Na tabela

14 segue a abertura das empresas que não divulgaram uma conciliação ao EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados:

Tabela 14 - Abertura das empresas que não divulgaram uma conciliação ao EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados

Razão social	Setor
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Agricultura e extração mineral
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Alimentos, bebidas e fumo
B2W - COMPANHIA DIGITAL	Comércio (Atacado e Varejo)
CPFL ENERGIA S.A.	Energia elétrica
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Energia elétrica
LIGHT S.A.	Energia elétrica
EMBRAER S.A.	Máquinas e veículos
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	Máquinas e veículos
MAHLE METAL LEVE S.A.	Máquinas e veículos
ALUPAR INVESTIMENTO S.A.	Participações
NATURA COSMETICOS S.A.	Serviços médicos, farmacêuticos e higiene
FLEURY S.A.	Serviços médicos, farmacêuticos e higiene
TELEFÔNICA BRASIL S.A	Telecomunicações
RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	Transporte e logística
Total	14

Fonte: Elaborada pela autora.

O segundo passo foi o de verificar quantas empresas que divulgaram o EBITDA, divulgaram a conciliação ao EBITDA dentro dos requerimentos da ICVM nº 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 segundo a ICVM nº 527:

Tabela 15 - Divulgação de conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

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

Fonte: Elaborada pela autora.

As 50 empresas que divulgaram a conciliação conforme ICVM nº 527 para pelo menos um dos períodos analisados foram as seguintes:

Tabela 16 - Abertura das empresas que divulgaram a conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados

Razão social	Setor
VALE S.A.	Agricultura e extração mineral
BRF S.A.	Alimentos, bebidas e fumo
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Alimentos, bebidas e fumo
MINERVA S.A.	Alimentos, bebidas e fumo
RAIA DROGASIL S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
HYPERMARCAS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
LOJAS RENNER S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Comércio (Atacado e Varejo)
VIA VAREJO S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
B2W - COMPANHIA DIGITAL	Comércio (Atacado e Varejo)
MAGAZINE LUIZA S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
CIA HERING	Comércio (Atacado e Varejo)
ALIANSCS SHOPPING CENTERS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	Construção civil e decoração
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	Construção civil e decoração
GAFISA S.A.	Construção civil e decoração
KROTON EDUCACIONAL S.A.	Educação
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Educação
SER EDUCACIONAL S.A.	Educação
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	Energia elétrica
CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA - (CTEEP)	Energia elétrica
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Energia elétrica
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Energia elétrica
AES TIETE ENERGIA S.A.	Energia elétrica
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A. - (TRACTEBEL ENERGIA)	Energia elétrica
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Gráficas e editoras
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Hospedagem e turismo
KLABIN S.A.	Madeira, papel e celulose
FIBRIA CELULOSE S.A.	Madeira, papel e celulose
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Madeira, papel e celulose
DURATEX S.A.	Madeira, papel e celulose
WEG S.A.	Máquinas e veículos
GERDAU S.A.	Metalurgia e siderurgia
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Metalurgia e siderurgia
METALURGICA GERDAU S.A.	Metalurgia e siderurgia
TUPY S.A.	Metalurgia e siderurgia
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Outros serviços financeiros
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	Outros serviços financeiros
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Participações
QUALICORP S.A.	Participações
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Participações
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Participações
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo e gás
BRASKEM S.A.	Química, petroquímica e combustíveis
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Saneamento
TIM PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Textil e vestuário
CCR S.A.	Transporte e logística
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Transporte e logística
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Transporte e logística
Total	50

Fonte: Elaborada pela autora.

Interessante ressaltar que destas 50 empresas, 41 empresas divulgaram a conciliação conforme a ICVM nº 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, 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 nº 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 17 resume quais foram as inconsistências apuradas por meio deste estudo:

Tabela 17 - Composição das inconsistências das 15 empresas que não divulgaram a conciliação conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527 (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

Qtd de períodos	Qtd	%
Itens a mais - MEP	5	19%
Itens a mais - Part não controladores	5	19%
Itens a mais - Part não controladores e MEP	4	15%
Uso da "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 da "lucro líquido 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 - Part não controladores, MEP, Reversão 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 pela autora.

É possível verificar 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.

5.2.2.2 Divulgação do EBITDA Ajustado

Considerando pelo menos um dos períodos analisados, 53 companhias da amostra divulgaram o EBITDA Ajustado. Este fato significa que 56% das companhias da amostra consideraram a divulgação do EBITDA Ajustado como algo relevante para o mercado para pelo menos um dos períodos analisados.

Tabela 18 - Divulgação do EBITDA Ajustado (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

Item	Total
Empresas que divulgaram o EBITDA (*)	53
Total de empresas da amostra	95
Percentual de concentração	56%

Fonte: Elaborada pela autora.

Destas 53 empresas que divulgaram o EBITDA Ajustado para pelo menos um dos períodos analisados, 39 empresas divulgaram o EBITDA Ajustado em todos os períodos, 2 divulgaram o EBITDA Ajustado em 8 dos 10 períodos analisados, 5 divulgaram o EBITDA Ajustado em 6 dos 10 períodos analisados, 6 divulgaram o EBITDA Ajustado em 4 dos 10 períodos analisados e 1 divulgou o EBITDA Ajustado em 2 dos 10 períodos analisados:

Tabela 19 - Composição da divulgação do EBITDA Ajustado (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

Item	Total	%
10 períodos	39	74%
8 períodos	2	4%
6 períodos	5	9%
4 períodos	6	11%
2 períodos	1	2%
Total de empresas que divulgaram o EBITDA (*)	53	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Esta composição aponta que poucas empresas não foram consistentes com relação à divulgação do EBITDA Ajustado nos períodos analisados. Apenas 13% das companhias divulgaram o EBITDA Ajustado em 4 ou menos períodos analisados. A tabela 20 mostra a abertura por empresa para as que não divulgaram a medida em todos os 10 períodos analisados:

Tabela 20 - Empresas que não divulgaram o EBITDA Ajustado para os 10 períodos analisados

Razão social	Qtd de períodos
ALIANSCÉ SHOPPING CENTERS S.A.	8
FIBRIA CELULOSE S.A.	8
GERDAU S.A.	6
LOJAS AMERICANAS S.A.	6
MAHLE METAL LEVE S.A.	6
METALURGICA GERDAU S.A.	6
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	6
EMBRAER S.A.	4
ESTACIO PARTICIPAÇÕES S.A.	4
Fleury SA	4
LIGHT S.A.	4
MINERVA S.A.	4
TOTVS S.A.	4
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	2
Total	72

Fonte: Elaborada pela autora.

Do total de 95 companhias da amostra, 42 companhias não divulgaram o EBITDA Ajustado em nenhum dos 10 períodos analisados. Este fato significa que 44% das companhias da amostra não consideraram a divulgação do EBITDA Ajustado como algo relevante para o mercado em todos os períodos analisados.

Tabela 21 - Não divulgação do EBITDA Ajustado (*) Para todos os períodos analisados

Item	Total
Empresas que não divulgaram o EBITDA (*)	42
Total de empresas da amostra	95
Percentual de concentração	44%

Fonte: Elaborada pela autora.

A seguir apresenta-se a listagem destas 42 companhias:

Tabela 22 - Empresas que não divulgaram o EBITDA Ajustado para todos os períodos analisados

Razão social	Setor
BRF S.A.	Alimentos, bebidas e fumo
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Alimentos, bebidas e fumo
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	Bancos
BCO BRADESCO S.A.	Bancos
BCO BRASIL S.A.	Bancos
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	Bancos
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	Bancos
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	Bolsa de valores
CIA HERING	Comércio (Atacado e Varejo)
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Comércio (Atacado e Varejo)
MAGAZINE LUIZA S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
MULTIPLUS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
RAIA DROGASIL S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
SMILES S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
VIA VAREJO S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND E PART	Construção civil e decoração
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	Construção civil e decoração
AES TIETE ENERGIA S.A.	Energia elétrica
CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA - (CTEEP)	Energia elétrica
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Energia elétrica
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A. - (TRACTEBEL ENERGIA)	Energia elétrica
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Energia elétrica
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	Energia elétrica
MARCOPOLO S.A.	Máquinas e veículos
WEG S.A.	Máquinas e veículos
CIELO S.A.	Metalurgia e siderurgia
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Outros serviços financeiros
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	Outros serviços financeiros
ALUPAR INVESTIMENTO S.A.	Participações
BRADSPAR S.A.	Participações
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Participações
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Participações
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Saneamento
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	Seguradoras e corretoras
PORTO SEGURO S.A.	Seguradoras e corretoras
SUL AMERICA S.A.	Seguradoras e corretoras
NATURA COSMETICOS S.A.	Serviços médicos, farmacêuticos e higiene
TIM PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Transporte e logística
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Transporte e logística
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Transporte e logística
RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	Transporte e logística
Total	42

Fonte: Elaborada pela autora.

Outra informação de grande importância para esta pesquisa observada durante a coleta manual dos dados foi se a entidade apresentou, ou não, a conciliação do EBITDA Ajustado, conforme requerido pela ICVM nº 527 em seu artigo 2º, inciso 2º: “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).

Foi verificado quantas empresas que divulgaram o EBITDA Ajustado, divulgaram a conciliação ao EBITDA Ajustado dentro dos requerimentos da ICVM nº 527 para pelo menos um dos períodos analisados. Foi constatado que 67% do total de empresas divulgou uma conciliação ao EBITDA Ajustado de acordo com os requisitos de cálculo segundo a ICVM nº 527:

Tabela 23 - Divulgação de conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA Ajustado (*) Para pelo menos um dos períodos analisados

Item	Total
Empresas que divulgaram uma conciliação ao EBITDA Ajustado	30
Total de empresas que divulgaram uma conciliação (*)	45
Percentual de concentração	67%

Fonte: Elaborada pela autora.

As 30 empresas que divulgaram a conciliação conforme ICVM nº 527 para pelo menos um dos períodos analisados foram as seguintes:

Tabela 24 - Abertura das empresas que divulgaram a conciliação conforme ICVM 527 ao EBITDA Ajustado para pelo menos um dos períodos analisados

Razão social	Setor
VALE S.A.	Agricultura e extração mineral
MINERVA S.A.	Alimentos, bebidas e fumo
HYPERMARCAS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
LOJAS RENNER S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
B2W - COMPANHIA DIGITAL	Comércio (Atacado e Varejo)
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)
GAFISA S.A.	Construção civil e decoração
KROTON EDUCACIONAL S.A.	Educação
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Educação
SER EDUCACIONAL S.A.	Educação
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	Energia elétrica
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Energia elétrica
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Energia elétrica
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Gráficas e editoras
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	Hospedagem e turismo
KLABIN S.A.	Madeira, papel e celulose
FIBRIA CELULOSE S.A.	Madeira, papel e celulose
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Madeira, papel e celulose
DURATEX S.A.	Madeira, papel e celulose
GERDAU S.A.	Metallurgia e siderurgia
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Metallurgia e siderurgia
METALURGICA GERDAU S.A.	Metallurgia e siderurgia
TUPY S.A.	Metallurgia e siderurgia
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	Outros serviços financeiros
QUALICORP S.A.	Participações
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Participações
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo e gás
BRASKEM S.A.	Química, petroquímica e combustíveis
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Textil e vestuário
CCR S.A.	Transporte e logística
Total	30

Fonte: Elaborada pela autora.

Interessante ressaltar que destas 30 empresas, 20 empresas divulgaram a conciliação conforme a ICVM nº 527 para todos os 10 períodos analisados no quesito “cálculo”. Este fato é importante pois aponta que 67% das companhias que divulgaram a conciliação ao EBITDA Ajustado, o fizeram obedecendo aos requerimentos de cálculo da medida e de forma consistente durante todos os períodos analisados.

Não há requisitos normativos sobre os tipos itens a serem ajustados para fins de mensuração do EBITDA Ajustado. Desse modo, pelo fato de o EBITDA Ajustado ser apresentado em conjunto com a conciliação do EBITDA, as inconsistências levantadas sobre o *compliance* das conciliações apresentadas à ICVM nº 527 para o EBITDA Ajustado são as mesmas levantadas para o EBITDA, vide tabela 16.

O quadro 1 apresenta o resumo com os resultados gerais das análises descritivas realizadas para facilitar o entendimento geral dos dados:

Quadro 1 - Principais análises descritivas sobre as divulgações do EBITDA e do EBITDA Ajustado

Divulgação do EBITDA
83% das companhias da amostra divulgaram o EBITDA em pelo menos um dos períodos analisados.
Destes 83%, 85% das companhias divulgaram o EBITDA de forma consistente em todos os 10 períodos analisados.
17% das companhias da amostra não divulgaram o EBITDA em todos os períodos analisados.
Divulgação de conciliação ao EBITDA
87% das empresas que divulgaram o EBITDA apresentaram uma conciliação para tal montante divulgado para pelo menos um dos períodos analisados (independentemente de estar conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527).
72% do total de empresas divulgou uma conciliação ao EBITDA de acordo com os requisitos de cálculo segundo a ICVM nº 527.
Destes 72%, 82% das empresas divulgou a conciliação conforme a ICVM nº 527 para todos os 10 períodos analisados no quesito “cálculo”.
As empresas que não divulgaram a conciliação ao EBITDA dentro dos requerimentos de cálculo da ICVM nº 527, em quase sua totalidade, efetuaram ajustes adicionais não permitidos pela metodologia de cálculo da referida instrução.
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.
Divulgação do EBITDA Ajustado
56% das companhias da amostra divulgaram o EBITDA Ajustado em pelo menos um dos períodos analisados.
Destes 56%, 74% das companhias divulgaram o EBITDA Ajustado de forma consistente em todos os 10 períodos analisados.
44% das companhias da amostra não divulgaram o EBITDA Ajustado em todos os períodos analisados.
Divulgação de conciliação ao EBITDA Ajustado
82% das empresas que divulgaram o EBITDA Ajustado apresentaram uma conciliação para tal montante divulgado para pelo menos um dos períodos analisados (independentemente de estar conforme os requisitos de cálculo da ICVM 527).
67% do total de empresas divulgou uma conciliação ao EBITDA Ajustado de acordo com os requisitos de cálculo segundo a ICVM nº 527.
Destes 67%, 67% das empresas divulgou a conciliação conforme a ICVM nº 527 para todos os 10 períodos analisados no quesito “cálculo”.
As inconsistências levantadas sobre o <i>compliance</i> das conciliações apresentadas à ICVM nº 527 para o EBITDA Ajustado são as mesmas levantadas para o EBITDA.

5.2.2.3 EBITDA Ajustado > EBITDA?

Além das análises descritivas principais apresentadas anteriormente, foi feita uma análise complementar sobre se o montante do EBITDA Ajustado, quando divulgado, é maior ou menor que o montante do EBITDA, quando este também foi divulgado. Esta análise foi conduzida pelo fato de que outras pesquisas constataram que empresas estariam ajustando apenas itens negativos por meio de medidas não-GAAP (Doyle, Jennings, & Soliman, 2013; Deloitte, 2017). Esta constatação, obviamente não de forma isolada e taxativa, poderia indicar que a empresa está apresentando um comportamento discricionário através deste tipo de divulgação, se aliado com a inclusão de itens não permitidos pela norma ou não explicados na divulgação, por exemplo.

Caso as empresas estejam ajustando apenas ou mais itens negativos (ou que representam despesas/perdas no resultado contábil) em relação a ajustes de itens positivos (ou que representam receitas/ganhos no resultado contábil), o EBITDA Ajustado apresentará um número maior que o número do EBITDA. A análise consistiu, portanto, na verificação desta premissa. De 95 empresas, 52 empresas participaram da análise sobre se o EBITDA Ajustado divulgado é maior ou menor que o EBITDA. Isto se deu pelo fato de que: a) algumas empresas da amostra não apresentaram o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado nos 10 períodos analisados; e b) algumas empresas divulgaram os mesmos montantes para o EBITDA e o EBITDA Ajustado. A análise foi realizada, portanto, para empresas que divulgaram em pelo menos um período os dois montantes e estes montantes possuíam valores distintos.

O total de períodos passível de análise foi 390 (entre 1º trimestre, 2º trimestre, 3º trimestre, 4º trimestre e informações anuais dos anos de 2014 e 2015). Em 280 destes 390 períodos, o EBITDA Ajustado foi maior que o EBITDA, o que representa 72% do total. Este resultado já era esperado pela pesquisadora por dois principais motivos: a) a literatura, em sua maioria, aponta para este tipo de acontecimento; e b) empresas estão mais suscetíveis a riscos de negócios e de mercado em relação a “surpresas positivas”: é muito mais comum, por exemplo, litígios surgirem contra determinada empresa do que a venda extraordinária de produtos, por exemplo. Portanto, apesar de 72% ser um percentual alto, ele sozinho não pode sugerir o uso indiscriminado da medida não-GAAP EBITDA Ajustado.

Logo, a pesquisadora continuou a análise para averiguar se as empresas englobadas na tabela 16, as quais estão classificadas como havendo reportado inconsistências de cálculo durante pelo menos um dos períodos analisados por esta pesquisa, também apresentaram números do EBITDA Ajustado maiores que o montante divulgado do EBITDA. Esta análise forneceu as seguintes informações:

Tabela 25 - Empresas que estão classificadas como havendo reportado inconsistências de cálculo e quantidades de períodos em que o EBITDA Ajustado > EBITDA

Razão social	EBITDA Ajustado > EBITDA?	Qtd de períodos de divulgação	%
ALPARGATAS S.A.	9	10	90%
AMBEV S.A.	4	10	40%
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	4	10	40%
BR PROPERTIES S.A.	6	10	60%
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	8	10	80%
CIELO S.A.	7	10	70%
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	2	9	22%
IOCHPE MAXION S.A.	3	9	33%
LOJAS AMERICANAS S.A.	6	9	67%
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	6	9	67%
MINERVA S.A.	4	4	100%
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	2	2	100%
ODONTOPREV S.A.	2	2	100%
SAO MARTINHO S.A.	2	2	100%
Total	65	106	69%

Fonte: Elaborada pela autora.

A Cielo S.A. é uma exceção: a mesma está englobada como uma empresa que, em pelo menos um dos períodos analisados, não divulgou o EBITDA conforme requisitos de cálculo da ICVM nº 527, contudo não pode ser considerada para esta análise uma vez que não divulgou o EBITDA Ajustado em nenhum dos 10 períodos analisados. Neste sentido, 100% das empresas que divulgaram a conciliação ao EBITDA de forma equivocada em algum ponto, também apresentou o EBITDA Ajustado como sendo maior que o EBITDA em pelo menos dos períodos analisados.

É interessante notar, adicionalmente que a média percentual desta correlação é de 69%, conforme apontado na tabela acima. Além disto, 4 empresas apresentam o EBITDA Ajustado maior que o EBITDA para 100% dos períodos analisados, 1 empresa apresentou 90% com relação a este mesmo fator, 1 empresa apresentou 80% com relação a este mesmo fator e as demais apresentaram percentuais entre um intervalo de 22% e 70% com relação a este mesmo fator.

Entende-se, portanto, que há indícios de que empresas estejam ajustando mais frequentemente itens negativos em relação a itens positivos e que estas empresas podem, concomitantemente, estar agindo de forma discricionária em relação aos ajustes adicionais do EBITDA Ajustado.

5.2.2.4 Por que as empresas utilizam e divulgam o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado?

Em linha com o objetivo específico f, apresentado na seção 1.2.1 desta pesquisa, a pesquisadora investigou as razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos.

Uma das abordagens inicialmente pensadas para obter estas informações foi a de aplicar um segundo questionário com os profissionais das empresas da amostra que tivessem relação com o uso, análise e divulgação das medidas não-GAAP selecionadas pela pesquisadora. Contudo, pela falta de relacionamento e acesso da pesquisadora com estes profissionais, era esperado que o grau de respostas não fosse satisfatório. Além deste fato, a pesquisadora considerou o custo-benefício do tempo empregado nesta atividade dada a experiência de aplicação do questionário junto aos sócios de firmas Big Four (elaboração, pré-teste, revisão, aplicação e follow-up das respostas).

Uma saída interessante para obter a resposta desejada foi analisar, através de coleta manual de dados, os formulários de referências dos anos de 31.12.2014 e 31.12.2015. Anualmente as empresas registradas na CVM são requeridas a preencherem neste formulário as razões pelas quais elas divulgaram “Medições não contábeis” no respectivo exercício social (CVM, 2017, item 3.2).

A pesquisadora, portanto, filtrou as informações dos formulários que diziam respeito a divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado para cada uma das empresas da amostra para os anos de 2014 e 2015 e as transportou para o Excel. Nesta ferramenta, a pesquisadora conseguiu visualizar o(s) motivo(s) dado(s) pelas empresas para utilização e divulgação das medidas não-GAAP selecionadas através de análise textual. Os procedimentos para identificação do(s) motivo(s) foram pura e simplesmente: a) de recorte textual, segregando em uma célula à parte o pedaço do texto que referia-se apenas a razão pela utilização e divulgação da(s) medida(s); e b) de reorganização do(s) motivo(s) para unificar as respostas em categorias e facilitar a análise da pesquisadora e de seus leitores.

As principais ideias e palavras-chave dos textos originais dos formulários foram mantidas. O objetivo da reorganização foi dar o mesmo nome a motivos que se apresentavam sinônimos em seus significados. Por exemplo: “apresentar a geração bruta de caixa” e “apresentar o potencial de geração bruta de caixa” foram considerados motivos sinônimos, pois a ideia geral deste motivo é a de apresentar ao mercado uma informação de geração bruta de caixa da Companhia para o período em questão. Desta forma, alguns motivos foram

reclassificados, respeitando, contudo, a escrita e objetivo apontado pelo registrante da CVM em seus formulários de referência.

Adicionalmente, cabe ressaltar que esta análise foi feita de forma conjunta para as duas medidas, pois foi percebido que o objetivo de suas utilizações e divulgações foi retratado, pela maioria das empresas, como sendo um objetivo “único”, mesmo havendo a divulgação das duas medidas concomitantemente.

Os motivos dados pelas empresas da amostra para o exercício social de 31.12.2014 foram apresentados em 19 categorias, as quais estão apontadas na tabela a seguir. A quantidade total de motivos apontados nas 19 categorias foi 62, ou seja, tivemos 19 classes de motivos apresentados e 62 motivos apresentados.

É importante notar que as 5 primeiras classes de motivos correspondem a 34% do total de motivos apresentados pelas companhias da amostra para a utilização e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado. Em primeiro lugar, com 18% da representatividade, o motivo “Para aferir/apresentar nosso desempenho operacional” se destacou em relação aos demais.

Tabela 26 - Razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos

Razões fornecidas 31.12.2014	Qtd de razões	%
Para aferir/apresentar nosso desempenho operacional	11	18%
Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado	7	11%
Para aferir/apresentar a geração de caixa advinda dos resultados operacionais	6	10%
Para apoiar determinadas decisões administrativas	5	8%
Para compreensão da capacidade de cumprir com as obrigações passivas e de obter recursos para investimento em capital fixo ou de giro	5	8%
Para estimar a capacidade de pagamento dos juros e principal da nossa dívida e de contrair mais dívidas para financiar os nossos dispêndios de capital e o nosso capital de giro	5	8%
Para permitir uma comparabilidade com os resultados anteriormente divulgados	5	8%
Para permitir uma comparação com outras companhias do mesmo segmento	5	8%
Para aferir/apresentar nossa performance financeira e operacional	3	5%
Para aferir/apresentar a margem operacional do negócio	1	2%
Para aferir/apresentar nossa performance financeira	1	2%
Para ajustar o EBITDA Ajustado aos ativos e passivos regulatórios, às despesas referentes ao passivo com entidade de previdência privada e ao ativo financeiro setorial líquido	1	2%
Para auxiliar analistas de mercado nas análises de múltiplos	1	2%
Para avaliar a performance dos segmentos	1	2%
Para estimar o fluxo de caixa operacional de empresas	1	2%
Para fornecer aos agentes de mercado informações sobre os principais pontos fortes e suas eventuais deficiências da Companhia	1	2%
Por permitir a abertura por produto, fornecendo uma visão mais analítica e estratégica e possibilitando outras formas de comparativos	1	2%
Porque é um indicador de referência em obrigações (covenants) relacionadas a alguns de nossos contratos de financiamento	1	2%
Porque vinculamos esta medida a uma parcela da participação nos lucros e resultados dos empregados	1	2%
Total	62	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Os motivos dados pelas empresas da amostra para o exercício social de 31.12.2015 foram apresentados em 25 categorias, as quais estão apontadas na tabela a seguir. A quantidade total de motivos apontados nas 25 categorias foi 105, ou seja, tivemos 25 classes de motivos apresentados e 105 motivos apresentados.

É importante notar que as 5 primeiras classes de motivos correspondem a 63% do total de motivos apresentados pelas companhias da amostra para a utilização e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado. Em primeiro lugar, com 21% da representatividade, o motivo “Para aferir/apresentar nosso desempenho operacional” se destacou em relação aos demais.

Tabela 27 - Razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos

Razões fornecidas 31.12.2015	Qtd de razões	%
Para aferir/apresentar nosso desempenho operacional	22	21%
Para aferir/apresentar a geração de caixa advinda dos resultados operacionais	13	12%
Para compreensão da capacidade de cumprir com as obrigações passivas e de obter recursos para investimento em capital fixo ou de giro	11	10%
Para permitir uma comparabilidade com os resultados anteriormente divulgados	10	10%
Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado	10	10%
Para permitir uma comparação com outras companhias do mesmo segmento	7	7%
Para aferir/apresentar nossa performance financeira e operacional	5	5%
Para apoiar determinadas decisões administrativas	5	5%
Para aferir/apresentar nossa performance financeira	3	3%
Para permitir uma comparação com outras companhias	3	3%
Para avaliar o desempenho econômico-financeiro da Companhia	2	2%
Para aferir/apresentar a margem operacional do negócio	1	1%
Para fornecer uma ideia do montante dos recursos efetivamente gerados pela atividade fim do negócio e se os mesmos são suficientes para investir, pagar os juros sobre capital de terceiros e as obrigações com o governo e remunerar os acionistas	1	1%
Para mostrar o verdadeiro lucro contábil a partir das atividades genuinamente ligadas ao nosso objeto social	1	1%
Para ajustar itens relacionados aos ativos e passivos regulatórios, às despesas referentes ao passivo com entidade de previdência privada e ao ativo financeiro setorial líquido	1	1%
Para auxiliar analistas de mercado nas análises de múltiplos	1	1%
Para avaliar a performance dos segmentos	1	1%
Para estimar a capacidade de pagamento dos juros e principal da nossa dívida e de contrair mais dívidas para financiar os nossos dispêndios de capital e o nosso capital de giro	1	1%
Para estimar o fluxo de caixa operacional de empresas	1	1%
Para fornecer aos agentes de mercado informações sobre os principais pontos fortes e suas eventuais deficiências da Companhia	1	1%
Para retirar itens que não representam desembolso de caixa	1	1%
Por permitir a abertura por produto, fornecendo uma visão mais analítica e estratégica e possibilitando outras formas de comparativos	1	1%
Porque é um indicador de referência em obrigações (covenants) relacionadas a alguns de nossos contratos de financiamento	1	1%
Porque são medidas usadas internamente para avaliar produtividade e eficiência	1	1%
Porque vinculamos esta medida a uma parcela da participação nos lucros e resultados dos empregados	1	1%
Total	105	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

5.2.2.5 Tipos de ajustes

Com base na coleta manual dos tipos e montantes dos ajustes de cada companhia presente na amostra deste estudo foram identificadas um total de 42 categorias de ajustes. A

categorização dos ajustes foi realizada respeitando o próprio nome dado aos ajustes conforme divulgado pelas companhias.

A maioria dos ajustes estava claro de ser entendido e categorizado pela pesquisadora e poucos deles foram classificados em uma mesma categoria por apresentar naturezas similares, como por exemplo, os tipos de ajustes “Plano de opção de compra de ações”, “Outorga de opção de compra de ações” e “Pagamentos baseados em ações”, os quais foram classificados na categoria “Compra e pagamento baseados em ações”. As categorias identificadas estão apresentadas a seguir, em ordem alfabética:

Tabela 28 - Categorias de ajustes efetuados pelas companhias da amostra

Item	Categoria	Item	Categoria
1	Acordo comercial com fornecedores	22	Investimentos (part. societárias) em companhias
2	Arrendamento mercantil (despesa com aluguéis)	23	IR e CSLL
3	Ativos e passivos regulatórios	24	Itens não recorrentes / extraordinários
4	Benefícios a empregados	25	Juros e multas sobre atrasos
5	Capitalização de juros	26	Mensuração a valor justo
6	Consolidação	27	Operações com entidades de controle compartilhado
7	Contratos onerosos	28	Operações descontinuadas
8	Correção de erros	29	Outros (rec. e desp)
9	Crédito tributário / PIS e COFINS retroativo	30	Part. não controladores
10	Debêntures	31	Compra e pagamento baseados em ações
11	Depreciação / amortização	32	Prêmio por liquidação antecipada
12	Despesas antecipadas	33	Propriedade para investimento
13	Despesas com desligamento de pessoal	34	Provisões
14	Despesas com M&A	35	Realização do custo atribuído
15	Despesas não caixa	36	Receita de construção
16	Dividendos recebidos	37	Reestruturação, reorganização, doações e indenização
17	EBITDA proporcional	38	Result. na mensuração ou venda de ativos
18	Equivalência patrimonial (coligadas, subsidiárias)	39	Resultado de alienação ou baixa de part. em joint ventures e coligadas
19	Hedge Accounting	40	Resultado financeiro líquido
20	Impairment	41	Resultado operacional
21	Incentivo baseado em ações sem desembolso de caixa	42	Reversão juros sobre capital próprio

Fonte: Elaborada pela autora.

Após a categorização dos ajustes, a pesquisadora analisou cada um deles com a finalidade de classificá-los como tendo ou não relação com algum Pronunciamento Contábil. Ou seja, cada categoria de ajuste foi analisada para verificar se a mesma poderia ser enquadrada como “reflexo” de alguma norma contábil vigente. A intenção desta classificação foi a de endereçar os objetivos específicos b) e c), os quais são, respectivamente: “Investigar quais são os ajustes adicionais mais comuns realizados pelas companhias da amostra através do ‘EBITDA Ajustado’ e a relação entre estes ajustes e requerimentos contábeis conforme IFRS”; e “Apurar o conceito empírico de itens não recorrentes, não usuais e/ou não operacionais como fruto do exame realizado conforme a letra b) na ótica da companhia”.

Apesar de existirem na prática itens sendo ajustados sob as classificações de “não recorrentes”, “não usuais”, “não operacionais” e/ou “extraordinários”, as companhias que assim o fizeram não descreveram o conceito ou ideia central destas palavras-chave e tampouco indicaram os eventos que compõem os itens assim discriminados por elas. Desta forma, o objetivo c) desta pesquisa possui uma limitação operacional que o impossibilitou de trazer à tona uma possível conceituação para as palavras-chave indicadas.

A totalidade dos tipos de ajustes adicionais podem ser verificados na tabela 35. Para apurar os ajustes adicionais mais comuns, no entanto, é necessário colocar as categorizações apontadas por ordem de relevância com base nos montantes ajustados. A partir da tabela 36 abaixo é possível observar que, além da depreciação/amortização, resultado financeiro e IR/CSLL, ajustes da sigla “EBITDA”, os ajustes adicionais mais comuns reportados pelas companhias nos períodos analisados foram: Impairment, Provisões, Correção de Erros e Equivalência Patrimonial, com, respectivamente, 28%, 1%, 1%, e 1% de concentração do montante total de ajustes divulgados.

Tabela 29 - Montantes dos ajustes efetuados pelas companhias da amostra e a relação entre os ajustes e normas contábeis conforme IFRS

Item	Categoria	CPC's relacionados	Montante	%
1	Depreciação / amortização	CPC 27 / CPC 04	371.763	34%
2	Resultado financeiro líquido	CPC 00	329.164	30%
3	Impairment	CPC 01	299.339	28%
4	Provisões	CPC 25	15.449	1%
5	Correção de erros	CPC 23	12.388	1%
6	IR e CSLL	CPC 32	11.264	1%
7	Equivalência patrimonial (coligadas, subsidiárias)	CPC 18	5.644	1%
8	Dividendos recebidos	Não aplicável - Lei 6.404/86	4.732	0%
9	Part. não controladores	CPC 36	4.473	0%
10	EBITDA proporcional	Não aplicável - Outros	3.490	0%
11	Itens não recorrentes / extraordinários	Não aplicável - Outros	3.268	0%
12	Outros (rec. e desp)	CPC 00	3.154	0%
13	Mensuração a valor justo	CPC 46	2.582	0%
14	Reestruturação, reorganização, doações e indenização	Não aplicável - Outros	2.482	0%
15	Propriedade para investimento	CPC 28	1.868	0%
16	Ativos e passivos regulatórios	Não aplicável - Outros	1.599	0%
17	Contratos onerosos	CPC 25	1.434	0%
18	Operações com entidades de controle compartilhado	CPC 18	1.274	0%
19	Resultado operacional	CPC 00	1.254	0%
20	Crédito tributário / PIS e COFINS retroativo	Não aplicável - Outros	916	0%
21	Result. na mensuração ou venda de ativos	CPC 00	699	0%
22	Capitalização de juros	CPC 20	546	0%
23	Operações descontinuadas	CPC 31	412	0%
24	Compra e pagamento baseados em ações	CPC 10	409	0%
25	Despesas antecipadas	CPC 00	328	0%
26	Resultado de alienação ou baixa de partic em joint ventures e coligadas	CPC 18	322	0%
27	Juros e multas sobre atrasos	Não aplicável - Outros	248	0%
28	Consolidação	CPC 36	218	0%
29	Investimentos (part. societárias) em companhias	CPC 18	198	0%
30	Arrendamento mercantil (despesa com aluguéis)	CPC 06	129	0%
31	Hedge Accounting	CPC 48	118	0%
32	Despesas não caixa	CPC 00	76	0%
33	Incentivo baseado em ações sem desembolso de caixa	CPC 10	71	0%
34	Acordo comercial com fornecedores	Não aplicável - Outros	63	0%
35	Receita de construção	CPC 17	43	0%
36	Debêntures	CPC 08	37	0%
37	Reversão juros sobre capital próprio	Não aplicável - IN SRF 093/97	28	0%
38	Benefícios a empregados	CPC 33	21	0%
39	Despesas com desligamento de pessoal	CPC 00	21	0%
40	Despesas com M&A	CPC 00	16	0%
41	Realização do custo atribuído	ICPC 10 / CPCs 27, 28, 37 e 43	10	0%
42	Prêmio por liquidação antecipada	CPC 00	6	0%
Total			1.081.556	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

O Impairment nada mais é que o reconhecimento de uma perda nas demonstrações financeiras por desvalorização de ativos sob o escopo do CPC 01 (R1) - Redução ao Valor Recuperável de Ativos. No mínimo anualmente, ainda que não haja indícios de desvalorização, as entidades necessitam avaliar se determinados ativos estão registrados na contabilidade por valores que excedem os montantes a serem recuperados pelo uso ou pela venda destes bens. Este teste visa assegurar que os montantes apresentados nas demonstrações financeiras sejam fiéis a realidade econômica dos ativos.

A contabilização deste efeito econômico, se verificado que há necessidade de reconhecer uma perda, é feita via resultado (com exceção de ativos que tenham sido reavaliados no

passado) contra uma conta redutora do ativo a que se refere a desvalorização. É fácil notar que não há impacto caixa nesta contabilização em específico. A prática tem apontado que um dos principais motivos para uso e divulgação do “EBITDA Ajustado” seria exatamente pelo fato de que alguns itens contabilizados segundo o GAAP não geram saída de caixa no período de reporte e, uma vez que a companhia deseja mostrar ao mercado seu potencial de “geração bruta de caixa”, itens como o Impairment necessariamente deveriam ser excluídos da conta. Esta é a lógica defendida pelo mercado. Contudo, devemos ter em mente que um ativo desvalorizado e para o qual não há possibilidade da perda outrora reconhecida ser revertida, em determinado momento futuro levará a companhia a registrar uma menor entrada de caixa *efetiva* em função desta desvalorização. Por exemplo: se um imobilizado que sofreu uma desvalorização de R\$ 10.000 no momento T0 permanecer com essa desvalorização até a sua realização por venda no momento T1, estes R\$ 10.000 terão impactado financeiramente o caixa da companhia, que em período anterior desembolsou X + R\$ 10.000 para adquiri-lo (custo do bem, desconsiderando a depreciação no intervalo entre T0 e T1).

Provisões são passivos de prazo ou de valores incertos. Segundo o CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes, “provisões são reconhecidas como passivo (presumindo-se que possa ser feita uma estimativa confiável) porque são obrigações presentes e é provável que uma saída de recursos que incorporam benefícios econômicos seja necessária para liquidar a obrigação [...]” (2009, item 13). A contabilização de uma provisão é também realizada via resultado contra uma conta passiva no circulante ou não circulante, a depender do prazo em que a obrigação levará para ser quitada. Por se tratar de contabilizações com base em estimativas contábeis, as provisões devem ser reavaliadas na data de cada balanço para refletir a melhor estimativa possível.

Percebe-se que neste caso também não há saída de recursos da entidade na data-base em que a provisão é gerada, o que ocorre é o reconhecimento de um fato econômico para apresentar com fidedignidade nas demonstrações financeiras outras obrigações que a companhia possua, ainda que os valores ou prazos destas obrigações não possam ser 100% confirmados na data do reporte. No entanto, por se tratar de uma estimativa contábil que envolve julgamentos e premissas subjetivas, é possível que algumas provisões ou parte delas sejam totalmente revertidas no futuro próximo em função de mudanças no cenário esperado, por exemplo.

Seguindo o mesmo raciocínio de apresentar o potencial de geração bruta de caixa de uma entidade, as Provisões reconhecidas no período de reporte também seriam alvo dos ajustes do “EBITDA Ajustado”. Destaca-se, novamente, que ao considerar todas as classes de provisões no referido indicador, futuros prováveis desembolsos de caixa caso o cenário esperado seja

confirmado também são desconsiderados, inviabilizando uma análise mais abrangente sobre se entidade espera ou não espera que estas provisões tenham impacto no caixa futuramente.

O CPC 23 - Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erros define os critérios para “para a seleção e a mudança de políticas contábeis, juntamente com o tratamento contábil e divulgação de mudança nas políticas contábeis, a mudança nas estimativas contábeis e a retificação de erro” (2009, item 1). Os erros aos quais este pronunciamento se refere para fins de correção ou retificação são os erros materiais, ou seja, erros que podem, individual ou coletivamente, influenciar as decisões econômicas dos usuários das demonstrações financeiras. Quando um erro material não é identificado pela companhia até um período subsequente à publicação das demonstrações financeiras a qual ele se refere, esse erro deve ser corrigido na informação comparativa apresentada nas demonstrações financeiros deste período subsequente.

Não é esperado que uma companhia efetue correções de erros anteriores repetidas vezes, ou seja, trata-se de um evento de natureza pontual e inclusive de um evento não desejado pelas companhias no mercado de capitais por diversas razões (a confiabilidade nos saldos das demonstrações financeiras é uma delas). Neste sentido, é possível entender que a correção de erros trata-se de um evento extraordinário ou não recorrente ou mesmo de um evento que não diz respeito ao período de reporte em questão. Apesar de ser algo essencialmente necessário para fins contábeis, inclusive por questões fiscais, entende-se por razoável a necessidade de utilizar uma métrica não-GAAP para mensurar a performance de uma entidade com o efeito da retificação de erros.

Equivalência Patrimonial é o método para reconhecimento da participação do investidor sobre os ativos líquidos de uma investida. De acordo com o CPC 18 (R2) - Investimento em Coligada, em Controlada e em Empreendimento Controlado em Conjunto, após o investimento ser inicialmente reconhecido pelo custo, é ajustado para refletir a sua participação no lucro ou prejuízo da investida em períodos posteriores. A contabilização nas demonstrações financeiras do investidor irá depender se houve uma receita ou uma despesa com equivalência patrimonial, ou seja, se a investida deu lucro ou prejuízo. Considerando o cenário em que a investida apresentou lucro contábil, a companhia investidora iria reconhecer uma receita no resultado contra um aumento no investimento inicialmente reconhecido pelo custo, aumentando seu valor contábil.

Das 28 empresas que efetuaram ajustes advindos de resultados com equivalência, nenhuma delas está classificada como empresa do setor de Participações, que naturalmente possuem como modelo de negócios ou “atividade-fim” a participação em outras entidades. Este dado é importante para entender os ajustes efetuados a título de Equivalência Patrimonial

poderiam ser considerados como itens não operacionais ou não. Apesar de haver esta possibilidade de que companhias classifiquem estes itens como não operacionais, são itens de incidência recorrente, pois em cada período de reporte deve haver mudanças na posição do investimento, para cima ou para baixo.

De uma forma ou de outra, o reconhecimento deste fato contábil também não impacta o caixa da companhia investidora. Conforme explicitado no exemplo da venda de um imobilizado desvalorizado, caso a companhia investidora decida se desfazer do investimento que possui, os efeitos que foram reconhecidos no ativo terão *efetivamente* impactado o caixa. Deste modo, não é de um todo razoável considerar que este item se trata de um item não caixa, pois é não caixa tão somente se for considerada a data-base em que o efeito foi reconhecido de forma isolada (sem análises comparativas ou prospectivas, por exemplo).

Voltando para a tabela 36, é interessante notar que das 42 categorias de ajustes, apenas 9 não fazem referência direta a uma norma contábil conforme IFRS. Destas 9, duas delas, as categorias “Dividendos recebidos” e “Reversão juros sobre capital próprio” são reflexos da Lei 6.404/86 e da Instrução Normativa SRF nº 093/97, respectivamente. As demais, classificadas apenas como “Não aplicado - Outros” são categorias que não podem ser atreladas diretamente a um Pronunciamento Contábil e não se encaixam em leis ou outros regulamentos (segundo conhecimento da pesquisadora).

O resultado desta análise é muito enriquecedor e relevante, pois aponta que 79% dos ajustes efetuados pelas companhias são consequência de princípios e regras contábeis estabelecidos nos Pronunciamentos Contábeis e que foram considerados pelas companhias como itens que deveriam ser excluídos ou incluídos ao cálculo do EBITDA de forma complementar para compor o indicador “EBITDA Ajustado”.

5.2.2.6 Concentração setorial

Conforme é possível verificar na tabela 30 a seguir, há uma concentração de maior peso em empresas do setor de energia elétrica no tocante às divulgações de ambas as medidas investigadas. Esta concentração poderia estar associada a aspectos de regulamentação setorial ou mesmo explicada sob a ótica de práticas amplamente aceitas ou difundidas em determinado segmento de negócio. Para entender a razão desta peculiaridade, algumas pesquisas mais amplas foram conduzidas e constatou-se que a ANEEL, agência que regula empresas do setor elétrico, possui uma nota técnica divulgada no ano de 2016 (nº 67) sob o título “Instituição de indicadores públicos de sustentabilidade econômico-financeira”, a qual busca apresentar uma

metodologia para o monitoramento econômico e financeiro das distribuidoras de energia elétrica. Se trata na realidade de uma consulta pública que foi reaberta para coletar subsídios para a instituição de indicadores públicos de sustentabilidade econômico-financeira de distribuidoras (ANEEL, 2016, p. 3). Um dos índices sugeridos para este monitoramento contém o EBITDA, que necessita ser calculado para fins de mensuração de índices de endividamento.

Interessante lembrar que a tabela 06, que apresenta a quantidade de empresas da amostra por setor, indica a existência de 13 companhias do setor elétrico, dentre as quais 08 são distribuidoras de energia, 03 são geradoras e 02 são transmissoras. Dado isto, é possível constatar que aproximadamente 61% das companhias do referido setor são distribuidoras, o que fortalece a “suspeita” de que há uma prática regulatória neste setor e área de atuação em relação a divulgação da medida não-GAAP “EBITDA”. Adicionalmente, é possível afirmar que quase 100% das companhias (12 de 13 companhias) do setor elétrico, independente da atuação, divulgaram o EBITDA para pelo menos um período, conforme tabela 30.

Em segundo lugar estão as empresas do segmento de comércio, envolvendo atacado e varejo. Segundo a tabela 06, são 12 companhias da amostra classificadas como sendo pertencentes ao setor de comércio. Logo, quase 100% destas companhias (11 de 12 companhias), independente da atuação, divulgaram o EBITDA para pelo menos um período, conforme tabela 30. Apesar desta relevante concentração de empresas que decidem por divulgar as medidas EBITDA e EBITDA Ajustado (06 de 12 companhias), até 1º de outubro de 2017 não foram identificadas regulações que pudessem requerer de empresas classificadas como comércio (atacado e varejo) a divulgação destas medidas. Presume-se, portanto, que pode se tratar de uma prática neste ramo de negócios.

Vide tabelas 30 e 31 para a concentração de todos os setores da amostra:

Tabela 30 - Concentração setorial das companhias que divulgaram o EBITDA para pelo menos um dos períodos analisados

Setor	Qtd de companhias	%
Energia elétrica	12	15%
Comércio (Atacado e Varejo)	11	14%
Máquinas e veículos	6	8%
Participações	6	8%
Alimentos, bebidas e fumo	5	6%
Metalurgia e siderurgia	5	6%
Transporte e logística	5	6%
Construção civil e decoração	4	5%
Madeira, papel e celulose	4	5%
Agricultura e extração mineral	3	4%
Educação	3	4%
Serviços médicos, farmacêuticos e higiene	3	4%
Outros serviços financeiros	2	3%
Telecomunicações	2	3%
Textil e vestuário	2	3%
Comunicação e informática	1	1%
Gráficas e editoras	1	1%
Hospedagem e turismo	1	1%
Petróleo e gás	1	1%
Química, petroquímica e combustíveis	1	1%
Saneamento	1	1%
Total	79	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 31 - Concentração setorial das companhias que divulgaram o EBITDA Ajustado para pelo menos um dos períodos analisados

Setor	Qtd de companhias	%
Energia elétrica	7	13%
Comércio (Atacado e Varejo)	6	11%
Alimentos, bebidas e fumo	4	8%
Madeira, papel e celulose	4	8%
Máquinas e veículos	4	8%
Metalurgia e siderurgia	4	8%
Agricultura e extração mineral	3	6%
Educação	3	6%
Participações	3	6%
Construção civil e decoração	2	4%
Serviços médicos, farmacêuticos e higiene	2	4%
Textil e vestuário	2	4%
Comunicação e informática	1	2%
Gráficas e editoras	1	2%
Hospedagem e turismo	1	2%
Outros serviços financeiros	1	2%
Petróleo e gás	1	2%
Química, petroquímica e combustíveis	1	2%
Saneamento	1	2%
Telecomunicações	1	2%
Transporte e logística	1	2%
Total	53	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

5.2.3 Características e análises descritivas da amostra do método questionário

As questões do questionário foram elaboradas pela pesquisadora. Isto significa que nenhuma das perguntas foi copiada diretamente de pesquisas anteriores. Contudo, o referencial teórico desta pesquisa foi o pilar para inspiração das questões a serem aplicadas.

A amostra selecionada para aplicação dos questionários foi escolhida com base em uma perspectiva de qualidade. Para a pesquisadora, não há sentido aplicar questionários com estudantes ou mesmo com profissionais de baixa experiência de mercado, dado que percepções são melhor capturadas considerando que o respondente possui ou possuiu um alto nível de contato com o fenômeno estudado. A capacidade de discernimento e intuição do respondente sobre determinado assunto é, em grande parte, reflexo do tempo empregado no estudo e discussões sobre o tema.

Sócios de firmas globais de consultoria e auditoria possuem elevado acúmulo de experiência de mercado e são envolvidos em questões complexas no contexto de seus projetos. Além disto, as grandes empresas brasileiras geralmente são clientes de firmas Big Four, dada a

qualidade dos serviços e recursos humanos que são requeridos para o atendimento das necessidades destas empresas. Por esta razão, sócios das firmas brasileiras Deloitte, E&Y, KPMG e PwC foram alvo dos questionários aplicados para esta pesquisa.

Foram enviados questionários para sócios das unidades de negócios de auditoria independente e consultoria financeira pelo fato de que a atuação destes profissionais possibilita que haja uma maior interação com o tema de interesse desta pesquisa. A visão de auditores independentes sobre medidas não-GAAP é de grande relevância para a presente investigação, pois estes profissionais possuem, em suas atividades cotidianas, perspectivas de regulação, assecuração e *compliance* normativo e contábil, fazendo com que as respostas obtidas por eles elucidem pontos interessantes a respeito do uso e divulgação de métricas não contábeis no mercado acionário brasileiro. Os profissionais de consultoria financeira, por sua vez, estão diretamente envolvidos no levantamento do número gerencial do EBITDA. Os trabalhos desenvolvidos por estes profissionais visam definir, com base em técnicas de *valuation*, o valor de mercado de empresas em operações de fusões e aquisições. Dado o alto nível de contato com o tema investigado, a percepção destes profissionais torna-se essencial para o entendimento sobre o uso e divulgação das medidas não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”.

Faz-se importante destacar que não foram enviados questionários para a população de sócios das citadas *functions* em cada uma das firmas globais selecionadas. Os questionários foram enviados a determinados sócios com base na rede de contatos que a pesquisadora possuía no momento da coleta dos dados. Este procedimento foi escolhido pois esperava-se que desta forma seriam obtidas mais respostas do que se e-mails fossem disparados com os questionários para sócios desconhecidos.

Neste sentido, foram convidados a participar da pesquisa:

- a. 3 sócios da Deloitte - 1 de auditoria independente e 2 de consultoria financeira;
- b. 3 sócios da EY - todos de auditoria independente;
- c. 2 sócios KPMG - todos de auditoria independente; e
- d. 7 sócios PwC - todos de auditoria independente.

Ou seja, foram convidados 2 sócios da área de consultoria financeira e 13 sócios da área de auditoria independente, perfazendo uma população de 15 sócios²⁵.

Antes de mais nada é importante pontuar que o questionário foi elaborado levando em consideração o tempo escasso que um sócio de firma Big Four possui para a realização de suas

²⁵ Há uma concentração maior de auditores uma vez que a atuação profissional da pesquisadora está ligada a esta área.

atividades diárias. Havia uma grande preocupação, por parte da pesquisadora, em ser objetiva nos questionamentos sem perder a assertividade daquilo que se buscava capturar. O “custo-benefício” de cada pergunta foi avaliado para verificar a real necessidade de sua inclusão ou exclusão no escopo do questionário. Além disto, o procedimento do pré-teste foi fundamental para auxiliar a pesquisadora na definição da versão final do questionário. Nesta fase tão importante foram incorporados valiosos *insights* para melhoria do instrumento que seria aplicado. Como forma de documentação sobre a aplicação e ajustes ao modelo advindos do pré-teste, segue esclarecimentos do processo:

No dia 01.05.2017 a pesquisadora finalizou a primeira versão do questionário. No dia 03.05.2017 a pesquisadora deu início ao pré-teste enviando o questionário por e-mail a 2 mestrandos e 2 doutorandos do Programa de Pós-Graduação de Controladoria e Contabilidade da FEA-USP, colegas de turma da pesquisadora que foram escolhidos pelo fato de serem estudantes aplicados em suas atividades acadêmicas. Entre os dias 03.05.2017 e 09.05.2017 a pesquisadora trocou diversos e-mails com estes colegas, recebendo dicas e conselhos científicos muito enriquecedores. Após a absorção das melhorias indicadas, a pesquisadora chegou na segunda e terceira versão do questionário e enviou, ainda no dia 09.05.2017, a terceira versão para um consultor financeiro sênior da Deloitte e para uma gerente da área técnica de auditoria da PwC, para lapidar os termos e perguntas do questionário e receber comentários sobre se o mesmo estava inteligível, cansativo ou qualquer outro comentário que pudesse ajudar a melhorar o instrumento. Com base nas indicações de melhoria destes profissionais, a pesquisadora chegou na quarta versão do questionário, a qual foi compartilhada com o seu orientador para avaliação geral. No dia 10.05.2017 a pesquisadora chegou na quinta e última versão após pequenos ajustes e deu início aos convites dos sócios por e-mail no dia 11.05.2017.

Em resumo, participaram do pré-teste 6 indivíduos. Segundo Martins e Theóphilo (2009), “o questionário precisa passar por testes antes de sua utilização definitiva, escolhendo-se uma pequena amostra de 3 a 10 colaboradores” (pág. 94). Exatamente como descrevem estes autores, a pesquisadora conseguiu por meio da aplicação do pré-teste ajustar o questionário aos objetivos da investigação, aumentando a confiabilidade e validade interna da mesma.

O *cut-off* para recebimento das respostas foi de 20 dias corridos, entre os dias 11.05.2017 e 30.05.2017. Este intervalo foi selecionado pelo fato de que a pesquisadora entendeu que seria um tempo razoável para que os sócios que estivessem interessados e pudessem responder indicassem o desejo de participar e enviassem as respostas por e-mail. Na metade deste período a pesquisadora realizou um *follow-up* para buscar despertar o interesse dos respondentes que não haviam se manifestado até o momento e obteve mais algumas respostas.

No total foram respondidos 8 questionários: 1 da Deloitte, 1 da KPMG, 2 da EY e 4 da PwC. Dois sócios recusaram educadamente o convite para participar da pesquisa, um por motivos pessoais e outro pela falta de tempo hábil para responder ao questionário. Os demais sócios convidados não responderam aos e-mails. Em percentual, a amostra de respondentes foi de 53,33% sobre o total de convidados. Isolando a firma PwC, temos uma representatividade de 5% de respondentes sobre o total de sócios da unidade de negócios de auditoria a nível Brasil.

A pesquisadora reconhece que não foi obtida uma grande quantidade de respostas. Contudo, por se tratar de um procedimento que está endereçando um dos objetivos específicos desta pesquisa e por sua natureza requerer uma análise voltada para detalhes qualitativos, a aplicação dos questionários foi considerada relevante no tocante ao que se propôs revelar.

Tratando mais detalhadamente sobre a elaboração do questionário em si, foi estruturado um quadro elucidativo que mostra como as afirmativas e perguntas do questionário foram postuladas pela pesquisadora com base no referencial teórico levantado anteriormente nesta pesquisa, com base nas indicações de melhoria do pré-teste ou com base em seu julgamento crítico. Para deixar o quadro mais enxuto e claro e demonstrar a validade externa da pesquisa, foi selecionada apenas uma referência para embasar cada afirmativa e pergunta do questionário.

O quadro está seguindo a ordem de perguntas do próprio instrumento, o qual está no Apêndice desta pesquisa.

Quadro 2 - Relação entre o questionário final, referencial teórico da pesquisa, pré-teste e julgamento crítico da pesquisadora

Afirmativa/Pergunta	Fonte	Referência
Bloco I - Perfil		
1. Há quanto tempo você exerce a função de sócio(a), independentemente da firma?	É necessário saber o tempo de atuação dos respondentes como sócios.	Julgamento crítico da pesquisadora
2. Quais são as suas formações acadêmicas e/ou especializações na área de negócios?	É necessário saber os tipos e quantidades de formações dos respondentes na área específica de negócios, uma vez que a discussão sobre medidas não-GAAP não se limita a contabilidade em si, mas envolve também conhecimentos gerenciais e de administração financeira.	Julgamento crítico da pesquisadora
Bloco II - Experiência		

3. Com que frequência você discute ou discutiu o uso e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus clientes/projetos?	É necessário saber a frequência percebida pelos respondentes com relação ao contato com as medidas não-GAAP selecionadas para a pesquisa.	Julgamento crítico da pesquisadora
4. Com base na sua experiência profissional, qual seria o principal motivo para que entidades listadas na BM&FBOVESPA divulguem o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em relatórios corporativos?	É necessário saber qual(is) seria(m) a(s) principal(is) razão(ões) para a divulgação do EBITDA e do EBITDA Ajustado no mercado corporativo brasileiro.	Julgamento crítico da pesquisadora
5. Considerando a sua visão de mercado, enumere por utilizado” e 1 seria “o motivo menos utilizado” pelas entidades listadas na BM&FBOVESPA para justificar a divulgação das medidas não-GAAP citadas anteriormente: grau de prioridade cada afirmativa abaixo, onde 5 seria “o motivo mais utilizado” e 1 seria “o motivo menos utilizado” pelas entidades listadas na BM&FBOVESPA para justificar a divulgação das medidas não-GAAP citadas anteriormente:		
Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais.	Os profissionais da época retiravam do lucro contábil itens que não eram diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais.	Coelho (2004)
Porque trata-se de uma medida que mensura o potencial de geração bruta de caixa de uma companhia.	A literatura de fato se refere, muitas vezes, à figura do potencial de geração bruta de recursos com ajuste de alguns itens que a administração entende não contribuir para essa geração bruta de recursos.	CVM (2012)
Porque é uma medida amplamente utilizada no mercado acionário brasileiro.	A frequente divulgação de informações e medições pelas companhias abertas com base em dados contábeis ajustados e em dados não contábeis suscita cuidados que devem ser observados pelos administradores das companhias abertas, com vistas a preservar a qualidade das informações	CVM (2012)

	que são dirigidas aos investidores.	
Para fins de comparabilidade com empresas concorrentes.	Deve-se observar se há coerência com as métricas de outras organizações e comparabilidade com as usadas pelos analistas de mercado.	IBGC (2017)
Porque é o ponto de partida para trabalhos de <i>valuation</i> , facilitando este tipo de análise para os usuários da informação.	A divulgação das medidas não-GAAP selecionadas auxilia os usuários da informação em suas análises individuais.	Julgamento crítico da pesquisadora
Bloco III - Percepção sobre Vieses de Utilização		
6. O uso de medidas não-GAAP pode enviesar a análise dos usuários da informação.	Problemas podem surgir, no entanto, quando as medidas financeiras não-GAAP são apresentadas de forma inconsistente, definidas inadequadamente, ou obscurecem os resultados financeiros determinados de acordo com GAAP.	IOSCO (2016)
7. Gestores utilizam ajustes em medidas não-GAAP de forma a atender a determinados <i>benchmarks</i> .	Quando firmas reportam exclusões em medidas não-GAAP as mesmas estão mais propensas a bater ou superar as previsões de analistas de mercado.	Doyle, Jennings e Soliman (2013)
8. Há certa prevalência e proeminência de números não-GAAP em detrimento de números GAAP em relatórios corporativos.	Investidores “não profissionais” são influenciados pela ênfase que é dada às mensurações alternativas de desempenho empresarial e não simplesmente por sua divulgação.	Elliott (2004)
9. A falta de fiscalização contábil sobre estas medidas possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade das mesmas.	O ceticismo que envolve a divulgação de medidas não-GAAP advém da falta de fiscalização contábil sobre estas métricas através, por exemplo, da auditoria externa independente.	Ervin Black (2016a)
10. Medidas não-GAAP possuem um papel	Medidas não-GAAP são úteis para os investidores	Bradshaw e Sloan (2002)

informativo e de utilidade para o cenário corporativo.	pois estão mais fortemente associadas com retornos, preços de ações e lucros futuros do que medidas GAAP.	
11. A contabilidade deve definir medidas alternativas de performance, pois o resultado contábil das companhias é também função de fatores exógenos ao controle da Administração.	A contabilidade teria “um papel fundamental na definição de medidas de performance e remuneração”.	Iudícibus e Lopes (2004)
12. Participantes do mercado percebem medidas não-GAAP como mais eficientes para representar o resultado operacional das empresas.	Participantes do mercado percebem ganhos pro forma como mais eficientes para representar os <i>core earnings</i> das empresas em comparação aos ganhos operacionais GAAP.	Bhattacharya et al. (2003)
13. Itens considerados “não recorrentes” e/ou “não operacionais” devem ser evidenciados em relatórios corporativos.	Analistas de mercado e investidores normalmente ajustam itens considerados “não recorrentes” e “não operacionais” associados a reestruturações, fusões e ganhos e perdas com venda de ativos por meio de medidas não-GAAP.	Malone et al. (2016)
14. Sob seu ponto de vista, qual(is) a(s) implicação(ões) (positivas ou negativas) para o mercado acionário brasileiro (investidores, analistas, etc.) quando uma entidade listada divulga o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos?	Uma pergunta sobre a percepção que os respondentes possuem sobre os impactos da divulgação das medidas não-GAAP selecionadas pode trazer informações importantes para a pesquisa.	Pré-teste
15. Algum outro comentário sobre o tema que você gostaria de acrescentar?	Uma pergunta aberta opcional sobre se o respondente tem algo a acrescentar pode trazer informações importantes para a pesquisa.	Pré-teste

As análises descritivas das respostas foram endereçadas por meio de duas abordagens: para as respostas fechadas baseamos as análises em dados percentuais, que indicam a frequência em que as respostas foram assinaladas, e para as respostas abertas baseamos as análises na comparação e categorização de elementos textuais, buscando identificar similaridades e diferenças apontadas nas respostas obtidas, bem como destacamos algumas falas de destaque retiradas diretamente das respostas dos sócios para elucidar seus pontos de vistas na forma direta.

1) Análise respostas abertas

Iniciamos as análises dos questionários pelas respostas abertas em virtude da riqueza dos dados obtidos por meio deste formato de questão. Conforme já apresentado no quadro acima, há três questões abertas no instrumento aplicado: questões nº 4, 14 e 15.

A questão nº 4 objetivou capturar, na visão dos respondentes, qual seria o principal motivo para que entidades listadas na BM&FBOVESPA divulguem o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em relatórios corporativos. Todos os sócios responderam a esta questão e foram obtidas respostas bem interessantes, as quais elucidaram percepções bem próximas das razões apresentadas pelas próprias empresas da amostra em seus formulários de referência (vide tabela 25). Para que a presente análise ficasse em linha com a anteriormente apresentada para os formulários de referência, a análise textual do(s) motivo(s) apresentado(s) pelos sócios seguiu os mesmos procedimentos aplicados para os textos fornecidos pelas empresas da amostra.

Após os procedimentos de recorte textual e categorização do(s) motivo(s) indicados nas respostas, a pesquisadora elaborou a tabela 32, a qual aponta para um total de 10 motivos fornecidos pelos 8 respondentes. A maior parte dos sócios indicou apenas um motivo para o uso e divulgação das medidas não-GAAP “EBITDA” e/ou “EBITDA Ajustado” no mercado corporativo brasileiro, contudo, um sócio indicou dois principais motivos e dois sócios indicaram três principais motivos cada.

Os dois motivos “mais votados” pelos sócios, indicados na tabela como “Para aferir/apresentar a geração de caixa advinda dos resultados operacionais” e “Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado”, são respectivamente, o segundo e o terceiro lugar apontados pelas empresas em seus formulários de referência de 31.12.2014 e com relação aos formulários de referência de 31.12.2015, o segundo e o quinto lugar apontados. Além disto, apenas 3 dos 10 principais motivos apontados na tabela 26 referem-se a novas categorias de resposta, pois são razões diferentes das anteriormente categorizadas pela pesquisadora (tabela

25). Isto significa que há certo consenso sobre quais seriam os principais motivos para utilização e divulgação das métricas não contábeis sob estudo tanto na perspectiva dos respondentes como na perspectiva dos preparadores de relatórios corporativos.

Tabela 32 - Percepções de sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas “Big Four” sobre o uso e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado nos relatórios corporativos de empresas listadas

Razões fornecidas Questionário - Questão 4	Qtd de razões	%
Para aferir/apresentar a geração de caixa advinda dos resultados operacionais	2	17%
Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado	2	17%
Porque profissionais não contadores não entendem o conceito de geração de caixa	1	8%
Para aferir/apresentar nossa performance financeira e operacional	1	8%
Para aferir/apresentar nosso desempenho operacional	1	8%
Para atrair e dar respostas aos investidores, auxiliando-os nas tomadas de decisão sobre quando investir e quando não investir	1	8%
Para auxiliar analistas de mercado nas análises de múltiplos	1	8%
Para facilitar a leitura do mercado e analistas	1	8%
Para permitir uma comparação com outras companhias do mesmo segmento	1	8%
Porque é um indicador de referência em obrigações (covenants) relacionadas a contratos de financiamento	1	8%
Total	12	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

O terceiro principal motivo apontado merece certo destaque: um dos respondentes indicou que companhias listadas utilizam e divulgam o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado para atender a necessidades informacionais de profissionais não contadores, ou seja, de profissionais que possivelmente não conhecem ou não entendem o conceito de “geração de caixa”. Destacando a fala deste respondente, temos a seguinte opinião em resposta à questão nº 4:

“É uma desculpa fraca e preguiçosa dos analistas e/ou outros profissionais não contadores. As entidades listadas divulgam esta informação pois este tipo de usuário não entende o conceito de geração de caixa nas operações normais da entidade. O melhor indicador de geração de caixa está na linha de ‘caixa gerado pelas atividades operacionais’, na Demonstração dos Fluxos de Caixa. Se não houver variação entre os anos comparativos nas linhas monetárias do balanço, o EBITDA se aproxima da geração bruta de caixa. Caso contrário, em havendo movimentações de provisões (contas a pagar, por exemplo), o EBITDA se distancia da geração bruta de caixa”.

Neste mesmo sentido, um outro respondente indicou de forma mais resumida que o objetivo da divulgação das medidas EBITDA e/ou EBITDA Ajustado seria o de “divulgar

informação complementar às demonstrações contábeis requeridas para facilitar a leitura do mercado e analistas”. Estas duas falas possuem, em linhas gerais, um viés de que a divulgação das medidas não-GAAP investigadas está relacionada com o fornecimento de informações mais práticas para auxiliar o entendimento de determinados participantes do mercado.

Uma outra fala que merece ênfase é a que corresponde ao motivo “Para atrair e dar respostas aos investidores, auxiliando-os nas tomadas de decisão sobre quando investir e quando não investir”. Esta fala é interessante pois retrata de forma positiva o uso e divulgação de métricas não contábeis de uma forma geral no contexto do mercado acionário brasileiro:

“Tudo o que se divulga ao mercado é feito com o objetivo de atrair e dar resposta aos investidores. Esses (EBITDA e EBITDA Ajustado) e outros indicadores não-GAAP são utilizados para auxiliar as tomadas de decisão destes usuários sobre quando investir e quando não investir. Estes indicadores pautam análises comparativas de *benchmarks* entre empresas de mesmo segmento, por exemplo, e podem influenciar o rumo dos negócios de uma companhia. São, portanto, estratégias utilizadas pela administração. Goste ou não goste, a verdade é que o EBITDA é um indicador muito utilizado pelas grandes empresas”.

Para finalizar os destaques da questão aberta nº 4, temos uma outra falta interessante que indicou, na percepção de um sócio de auditoria independente, que medidas não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” são consideradas por analistas de mercado dados mais importantes do que o resultado mensurado pelo uso do GAAP, vulgo “lucro contábil”. De forma adicional, foi destacado o uso comum destas medidas como indicadores de desempenho para calcular a remuneração variável da administração das companhias.

Foi transcrita a fala completa do respondente:

“Trata-se de uma informação largamente usada e solicitada por analistas, muitas vezes vista como mais importante do que o próprio resultado contábil, por ser uma aproximação da geração de caixa. Além disso, é também, em geral, a principal métrica de bônus da administração”.

A questão nº 14 objetivou capturar, na visão dos respondentes, qual(is) seria(m) a(s) implicação(ões) (positivas ou negativas) para o mercado acionário brasileiro (investidores, analistas, etc.) quando uma entidade listada divulga o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos. Esta pergunta foi elaborada com a intenção de capturar elementos

a favor e a desfavor da divulgação das medidas estudadas no sentido dos impactos ou implicações que elas podem causar ao mercado acionário brasileiro.

Apenas 1 dos 8 sócios não respondeu a esta pergunta. Dos 7 respondentes que responderam à questão nº 14, 5 apontaram percepções positivas e negativas, 1 apontou apenas percepções positivas e 1 apontou apenas percepções negativas sobre o assunto questionado. As respostas foram apontadas²⁶ em um quadro para facilitar o entendimento sobre as percepções capturadas:

Quadro 3 - Implicações fornecidas na 14ª questão do questionário

Positivas	Negativas
Implicações Positivas e Negativas	
É uma informação solicitada pelo mercado. Ao colocá-la em seus relatórios corporativos, ou mesmo no Relatório da Administração, a qualidade da informação tende a ser melhor a partir da leitura por diferentes pessoas na estrutura de governança da companhia e pelos seus auditores independentes, se acompanhar as demonstrações financeiras.	A falta de um “framework” a ser seguido pode permitir ao gestor direcionar o usuário da informação (especialmente se a reconciliação com os valores contábeis não for bem elaborada e o cálculo não for consistente entre períodos/exercícios).
O mercado está acostumado com esta informação, portanto é uma linguagem comum de mercado.	A divulgação do EBITDA pode enviesar a análise dos usuários pois ele é diferente do caixa gerado nas operações das entidades. Com relação ao EBITDA Ajustado, o problema é que esta medida está exposta a distorções que convêm às empresas, pois não há regulação sobre estes itens.
São informações adicionais e visam ajudar e melhorar o entendimento do resultado da empresa, mas sempre devem ser lidas com olhos críticos para entender os números.	A própria CVM se pronunciou visando uniformizar a forma de divulgação pois muitas tinham subjetividade e buscavam aparentemente mostrar números melhores do que realmente eram, podendo, nesse caso, confundir o mercado.
É um excelente indicador da performance operacional e considerando que seus pares/concorrentes também adotam a mesma medida é possível fazer uma	Não há definição clara do que pode ser considerado no EBITDA Ajustado. Eventualmente há espaço para criatividade no sentido de melhorar a <i>performance</i> de forma inadequada.

²⁶ Para elaboração deste quadro, foram feitos pequenos ajustes de português ou pontuação nas respostas, quando necessários. O conteúdo das respostas se manteve inalterado.

melhor comparação de <i>performance</i> que permita a tomada de decisões por parte dos investidores.	Auditores normalmente não dão conforto quando o EBITDA Ajustado é divulgado em documentos de ofertas elaborados pelas empresas por conta deste aspecto.
Forma usual de medida não-GAAP amplamente utilizada e conhecida por analistas de mercado e de avaliação financeira.	Em determinadas circunstâncias, as companhias podem ajustar incorretamente o EBITDA para melhorar o índice em bases incorretas.
Implicações Positivas	
A empresa deve divulgar tudo aquilo que ela entende como essencial no sentido de transparência e agregação de valor aos seus <i>stakeholders</i> , independentemente se a informação divulgada for favorável ou desfavorável a sua posição no mercado.	N/A
Implicações Negativas	
N/A	Uso indiscriminado é nocivo ao mercado.

É bem interessante notar que muitas das respostas positivas dadas pelos respondentes apontaram para “justificativas para a divulgação”, mas sempre no sentido de pontuar que a divulgação destas medidas tem impacto positivo em função das razões apresentadas: porque a medida é muito utilizada para comparação entre pares, porque o mercado já espera a disponibilização desta informação, porque é uma linguagem comum de mercado, dentre outras. Em outras palavras, há implicações positivas no âmbito prático: participantes do mercado tem utilizado essas medidas em suas análises pessoais e caso as mesmas não fossem divulgadas pelas companhias é possível que isto impactasse as suas tomadas de decisão, uma vez que são informações complementares sobre o desempenho operacional das companhias.

A última implicação positiva apresentada tomou por base a premissa de que as companhias estejam atuando de forma idônea na elaboração de seus reportes corporativos. Neste caso, a divulgação das medidas não-GAAP estudadas seriam consideradas “essenciais” no sentido de mostrar ao mercado transparência e valor agregado, contribuindo para as avaliações dos usuários da informação contábil-financeira.

As implicações negativas, por sua vez, foram mais assertivas em relação ao que se buscou capturar. Em geral, os respondentes indicaram que há certa facilidade em gerenciar as medidas não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” de acordo com as intenções dos gestores e/ou alta administração das companhias, podendo inclusive ocorrer a consideração de números calculados em “bases incorretas”, o que denota erro intencional ou fraude.

De forma especial, ficou clara a percepção de que a não existência de uma regulação sobre o EBITDA Ajustado pode impactar negativamente as análises dos usuários, uma vez que as empresas podem se aproveitar do fato de não haver regras estabelecidas para lançar no EBITDA Ajustado itens que não deveriam ser ajustados. Contudo, deve-se salientar que o objetivo por trás da elaboração e divulgação desta medida é o de refletir fenômenos de uma maneira mais flexível, possibilitando à administração ajustar aquilo que ela entende ser necessário para o entendimento dos usuários de seus relatórios corporativos.

Além das percepções positivas e negativas acima identificadas, é importante dar ênfase a algumas falas presentes nas respostas da questão nº 14. Um dos respondentes pontuou que “em algumas situações, as companhias podem ajustar as classificações contábeis de determinadas contas na DRE para não prejudicar ou melhorar incorretamente o cálculo do EBITDA”. Esta percepção mostra que até mesmo a forma como a classificação contábil é feita na Demonstração de Resultado do Exercício impacta a mensuração do EBITDA. Este tipo de gerenciamento não pode ser identificado por usuários externos, que não possuem acesso a informações detalhadas (ou analíticas) desta demonstração. Neste mesmo sentido, com relação à possibilidade de manipulação por meio do EBITDA Ajustado, um outro respondente afirmou que “esta medida está exposta a distorções que convém às empresas, pois não há regulação sobre estes itens”.

Merece certo destaque uma fala de um auditor independente que mostra que o EBITDA e o EBIT podem ser *benchmarks* utilizados para definição da materialidade de trabalhos de auditoria de demonstrações financeiras, quando sua utilização se faz aplicável:

“Minha experiência indica que EBITDA tem sido usado pela maioria das empresas em suas divulgações de resultados. Até mesmo nós auditores, que sempre fomos contrários ao uso do EBITDA e toda a celeuma envolvendo medidas não-GAAP, passamos a considerar o EBIT e o EBITDA como base para determinação de materialidade quando é evidente que os resultados operacionais das companhias é o foco dos investidores e usuários das demonstrações”.

Interessante notar que a percepção deste respondente é que auditores independentes, os quais necessariamente em certo ponto da carreira necessitam de formação acadêmica contábil, geralmente não são favoráveis ao uso e divulgação do EBITDA, exatamente por se tratarem de medidas que “fogem” dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos. Ainda assim, esta informação passou a ser relevante a tal ponto na auditoria de demonstrações financeiras, que é utilizada para mensurar a materialidade, conceito por meio do qual os auditores avaliam efeitos

de distorções identificadas e distorções não corrigidas, se houver, sobre as demonstrações financeiras (CFC, 2016c).

A questão nº 15 objetivou capturar informações adicionais sobre medidas não-GAAP por meio da pergunta: “Algum outro comentário sobre o tema que você gostaria de acrescentar?”. Esta pergunta foi incluída sem um direcionamento exato no intuito de incentivar os respondentes a realizarem comentários mais específicos sobre suas percepções a respeito do tema. Dos 8 sócios respondentes, 4 indicaram que não haviam comentários adicionais a serem realizados.

Das respostas obtidas para a questão nº 15, foram destacadas duas falas:

“O mundo não vive só de GAAP. A base fundamental é o que se registra nos atos e fatos da administração, que são (ou pelo menos deveriam) ser traduzidos nas demonstrações financeiras. Mas há informações específicas em cada segmento de negócio que o mercado necessita saber e acompanhar, como por exemplo: assentos vazios por voo aéreo, *market share* e outros indicadores, que são absolutamente essenciais. Há, portanto, a necessidade natural de expansão para uma visão de informações não limitadas somente ao GAAP”.

Esta primeira fala chamou muito a atenção da pesquisadora pelo fato de reconhecer as demonstrações financeiras como informação fundamental, mas também por reconhecer a necessidade informações complementares para que os números de um relatório corporativo sejam interpretados a partir da observação “do todo” da companhia.

A segunda fala de um outro sócio destacou a importância de medidas não-GAAP para determinados segmentos quando afirma que “na indústria aérea existe uma derivação do EBITDA, que é o EBITDAR, onde são excluídos os gastos de aluguel referentes aos contratos de arrendamento operacional”. O EBITDAR nada mais é do que um apelido dado ao EBITDA Ajustado por companhias aéreas, dado que as mesmas costumam retirar o efeito das parcelas de aluguel dos leasings operacionais em razão de que se a depreciação dos ativos de leasing financeiro é excluída no EBITDA, faz sentido desconsiderar também a parte de despesas relacionadas ao aluguel dos contratos de arrendamento operacional. Ou seja, o EBITDAR é divulgado em função da existência de distintas estruturas de ativos de leasing na contabilidade de companhias aéreas.

2) Análise respostas fechadas

As respostas fechadas foram analisadas com base nas frequências das respostas. A primeira pergunta, “Há quanto tempo você exerce a função de sócio(a), independentemente da firma?”, foi introduzida para verificar o perfil de atuação de cada sócio na perspectiva de tempo. Presume-se que quanto mais tempo de atuação apresentado, maior é o grau de experiência profissional e maior é a possibilidade de envolvimento do indivíduo com questões contábeis e de mercado que sejam relevantes.

A tabela 33 aponta para uma pulverização interessante sobre os perfis dos respondentes no quesito “tempo de atuação”, onde 25% deles possuem menos de 05 anos de experiência como sócios de firmas Big Four, outros 25% possuem entre 05 e 10 anos de experiência como sócios de firmas Big Four, outros 25% possuem entre 11 e 15 anos de experiência como sócios de firmas Big Four e os demais 25% possuem mais de 20 anos de experiência como sócios de firmas Big Four. De uma forma geral, temos uma amostra de respondentes interessante, com sócios bastante experimentados e sócios que, apesar de naturalmente serem experientes em suas profissões, estão no início de suas carreiras na função de sociedade.

Tabela 33 - Pergunta 1 Questionário

Tempo	Respostas	%
Menos de 05 anos	2	25%
Entre 05 e 10 anos	2	25%
Entre 11 e 15 anos	2	25%
Entre 16 e 20 anos	0	0%
Mais de 20 anos	2	25%
Total	8	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

A questão de número 2, “Quais são as suas formações acadêmicas e/ou especializações na área de negócios?”, foi introduzida no sentido de verificar o grau de instrução acadêmica de cada respondente. Por ser uma amostra de elevado nível profissional esperava-se que todos ou a grande maioria dos respondentes indicassem formações além da(s) graduação(ões). Foram apresentadas pelos respondentes 22 categorias de formações, além de cursos de curta duração e/ou cursos que são ministrados pelas próprias Big Four aos seus profissionais.

A tabela 34 aponta que 100% dos respondentes possuem graduação em Ciências Contábeis, 50% deles possuem graduação em Administração de Empresas e 13% possuem graduação em Ciências Econômicas. As demais categorias referem-se a pós-graduações na área de negócios, como MBAs e Mestrados, cada uma com a representatividade de 13% sobre o

total de respondentes. As respostas indicaram que 88% dos respondentes possuíam pelo menos uma formação superior além do bacharelado.

Tabela 34 - Pergunta 2 Questionário

Formação	Respostas	%
Bacharel em Ciências Contábeis	8	100%
Bacharel em Administração de Empresas	4	50%
Bacharel em Ciências Econômicas	1	13%
MBA Auditoria e Controladoria	1	13%
MBA Auditoria e Finanças	1	13%
MBA FGV	1	13%
MBA Finanças e Liderança Organizacional	1	13%
MBA Gestão e Controladoria	1	13%
MBA Tecnologia e Inovação	1	13%
Mestrado em Contabilidade	1	13%
Mestrado em Controladoria e Contabilidade	1	13%
Pós-graduação em Administração Financeira	1	13%
Total	22	275%

Fonte: Elaborada pela autora.

A terceira pergunta do questionário, “Com que frequência você discute ou discutiu o uso e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus clientes/projetos?”, buscou capturar o nível de contato do respondente com o tema pesquisado, o qual indica se as medidas estudadas fazem ou fizeram parte de discussões práticas em seus projetos. Caso um respondente considerasse que possuía alta familiaridade com o tema, deveria marcar a frequência “alta”; caso considerasse que possuía uma média familiaridade com o tema, deveria marcar “média”; e caso considerasse que possuía uma baixa familiaridade com o tema, deveria marcar “baixa”.

A tabela 35 aponta que a maioria dos sócios, 50%, considerou que possuíam alta familiaridade com o tema, fato que aumenta a relevância da amostra bem como a confiabilidade nas respostas obtidas. 38% dos respondentes indicaram possuir média familiaridade com o tema e apenas 13% indicaram possuir baixa familiaridade com o tema investigado.

Tabela 35 - Pergunta 3 Questionário

Familiaridade	Respostas	%
Não realizei	0	0%
Sim, com baixa frequência	1	13%
Sim, com média frequência	3	38%
Sim, com alta frequência	4	50%
Total	8	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

A questão de número 5 solicitou aos respondentes que enumerassem por grau de prioridade cinco afirmativas apresentadas pela pesquisadora. Os graus de prioridade variavam entre 1 e 5, onde 5 seria “o motivo mais utilizado” e 1 seria “o motivo menos utilizado” pelas entidades listadas na BM&FBOVESPA para justificar a divulgação das medidas não-GAAP estudadas. A ideia era que o respondente atribuisse cada grau apenas uma vez, ou seja, sendo cinco afirmativas, cada respondente deveria atribuir apenas uma vez cada grau de prioridade (1, 2, 3, 4 e 5). Contudo, dois sócios atribuíram graus de prioridade iguais a diferentes afirmativas e, portanto, as respostas deles foram desconsideradas para a análise desta questão.

Tabela 36 - Pergunta 5 Questionário

A afirmativa	Respondente1	Respondente2	Respondente3	Respondente4	Respondente5	Respondente6	Média
Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais.	1	1	1	2	2	2	1,5
Porque trata-se de uma medida que mensura o potencial de geração bruta de caixa de uma companhia.	4	2	5	3	5	4	3,8
Porque é uma medida amplamente utilizada no mercado acionário brasileiro.	5	5	3	4	4	5	4,3
Para fins de comparabilidade com empresas concorrentes.	2	4	4	1	3	3	2,8
Porque é o ponto de partida para trabalhos de valuation, facilitando este tipo de análise para os usuários da informação.	3	3	2	5	1	1	2,5

Total

Fonte: Elaborada pela autora.

Como é possível perceber pela tabela 33, 50% dos respondentes consideraram a afirmativa “Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais” como sendo o motivo mais utilizado para justificar a divulgação de medidas não-GAAP no mercado acionário brasileiro. Esta mesma afirmativa foi considerada como sendo o segundo motivo mais utilizado pelos outros 50% da amostra.

A afirmativa “Porque trata-se de uma medida que mensura o potencial de geração bruta de caixa de uma companhia” recebeu a atribuição de diferentes graus de prioridade pelos respondentes, sendo aproximadamente 66% referentes aos graus 4 e 5, que indicam serem motivos menos utilizados pelo mercado para divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado. Interessante notar que a percepção dos respondentes sobre esta afirmativa foi de que ela apresenta uma menor relevância para contribuir com a divulgação das citadas métricas, quando a mesma é considerada por diversos participantes do mercado como sendo o próprio objetivo de sua(s) divulgação(ões), vide tópico 5.2.2.4.

A afirmativa “Porque é uma medida amplamente utilizada no mercado acionário brasileiro” foi considerada pelos respondentes como sendo a afirmativa menos relevante para justificar a divulgação das citadas medidas, apresentando um percentual de aproximadamente 83% referentes aos graus 4 e 5. Da mesma maneira, a afirmativa “Para fins de comparabilidade com empresas concorrentes” também não foi considerada relevante, recebendo 66% dos graus de prioridade 3 e 4 e aproximadamente 17% para cada um dos graus de prioridade 1 e 2.

Por fim, a afirmativa “Porque é o ponto de partida para trabalhos de *valuation*, facilitando este tipo de análise para os usuários da informação” recebeu 66% das atribuições referentes aos graus de prioridade 1 e 3, o que aponta para a relevância desta afirmativa quanto à divulgação das medidas não-GAAP estudadas, além do grau de prioridade 2, que recebeu 17% das atribuições para esta afirmativa.

No geral, é possível perceber que apenas a afirmativa “Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais”, a qual possui a menor média, recebeu grande destaque no sentido da percepção dos respondentes sobre as justificativas utilizadas pelo mercado para divulgação das medidas estudadas. Já a afirmativa que apresentou a maior média, “Porque é uma medida amplamente utilizada no mercado acionário brasileiro”, foi conseqüentemente a menos relevante na percepção dos respondentes para justificar a divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado no mercado acionário brasileiro.

O bloco III do questionário, denominado “Percepção sobre Vieses de Utilização”, foi introduzido para capturar o grau de concordância dos respondentes com relação a 8 afirmativas elaboradas pela pesquisadora com base no referencial teórico levantado na pesquisa. Os respondentes teriam que atribuir notas entre 1 e 5 a cada afirmativa onde 1 significa “total discordância” e 5 significa “total concordância”. O resultado das respostas foi resumido na tabela a seguir:

Tabela 37 - Perguntas 6 à 13 Questionário

Afirmativa	Respondente1	Respondente2	Respondente3	Respondente4	Respondente5	Respondente6	Respondente7	Respondente8	Média
O uso de medidas não-GAAP pode enviesar a análise dos usuários da informação.	4	4	2	4	2	4	1	2	2,9
Gestores utilizam ajustes em medidas não-GAAP de forma a atender a determinados benchmarks.	3	2	4	4	3	4	5	3	3,5
Há certa prevalência e proeminência de números não-GAAP em detrimento de números GAAP em relatórios corporativos.	4	2	4	4	2	4	1	2	2,9
A falta de fiscalização contábil sobre estas medidas possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade das mesmas.	2	3	5	4	1	5	1	5	3,3
Medidas não-GAAP possuem um papel informativo e de utilidade para o cenário corporativo.	4	4	5	4	4	5	5	3	4,3
A contabilidade deve definir medidas alternativas de performance, pois o resultado contábil das companhias é também função de fatores exógenos ao controle da Administração.	4	5	4	4	1	4	1	4	3,4
Participantes do mercado percebem medidas não-GAAP como mais eficientes para representar o resultado operacional das empresas.	4	3	4	2	2	3	5	4	3,4
Itens considerados “não recorrentes” e/ou “não operacionais” devem ser evidenciados em relatórios corporativos.	3	4	5	4	5	5	5	3	4,3

Total

Fonte: Elaborada pela autora.

É possível observar que as afirmativas com menor média, “O uso de medidas não-GAAP pode enviesar a análise dos usuários da informação” e “Há certa prevalência e proeminência de números não-GAAP em detrimento de números GAAP em relatórios corporativos” denotam uma visão mais negativa sobre o uso de medidas não-GAAP de uma forma mais generalizada, o que engloba também as métricas investigadas nesta pesquisa. Este resultado indica que, na média, os respondentes concordam que estas medidas possam enviesar a análise dos usuários ou sobrepor as informações GAAP divulgadas pelas empresas. Em outras palavras, 50% dos respondentes indicaram que concordam com cada uma das duas afirmativas acima destacadas, 38% indicaram que discordam de cada uma das duas afirmativas e apenas 13% discordaram totalmente com cada uma das duas afirmativas.

As duas afirmativas com maiores médias, “Medidas não-GAAP possuem um papel informativo e de utilidade para o cenário corporativo” e “Itens considerados ‘não recorrentes’ e/ou ‘não operacionais’ devem ser evidenciados em relatórios corporativos”, apresentaram os seguintes percentuais, respectivamente: 38% de concordância total, 50% de concordância e 13% de nem concordância nem discordância; e 50% de concordância total, 25% de concordância e 25% de nem concordância nem discordância. Estes resultados são interessantes pelo fato de que as duas afirmativas citadas denotam uma visão mais positiva sobre a utilização de medidas não-GAAP em relatórios corporativos. Isto significa que, na média, os respondentes acreditam que medidas não-GAAP são úteis e devem ser evidenciadas em relatórios corporativos.

As demais afirmativas apresentaram médias muito próximas entre si, variando de 3,3 a 3,5. A afirmativa “Gestores utilizam ajustes em medidas não-GAAP de forma a atender a determinados *benchmarks*” apresentou 13% de total concordância, 38% de concordância, 38% de nem discordância nem concordância e 13% de discordância, indicando que a maior parte dos respondentes concorda ou concorda totalmente que medidas não-GAAP são gerenciadas com a finalidade de atender a determinados números estabelecidos internamente ou externamente.

A afirmativa “A falta de fiscalização contábil sobre estas medidas possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade das mesmas” apresentou 38% de total concordância, 13% de concordância, 13% nem discordância nem concordância, 13% de discordância e 25% de total discordância, indicando que 51% dos respondentes concordam ou concordam totalmente da citada afirmativa e 38% discordam ou discordam totalmente da citada afirmativa. A maior parte das respostas indicou que a falta de fiscalização contábil sobre medidas não-GAAP pode facilitar o uso discricionário dos números pelos gestores das empresas.

A afirmativa “A contabilidade deve definir medidas alternativas de *performance*, pois o resultado contábil das companhias é também função de fatores exógenos ao controle da Administração” recebeu 13% de total concordância e 63% de concordância, o que indica que grande parte dos respondentes acredita que a contabilidade deve definir medidas alternativas de desempenho. Este resultado é muito interessante, dado que revela que a contabilidade é a ciência que deveria normatizar medidas não-GAAP em função da própria natureza dos fatos econômicos que são registrados por meio dela.

Por fim, a afirmativa “Participantes do mercado percebem medidas não-GAAP como mais eficientes para representar o resultado operacional das empresas” recebeu graus de prioridade com 13% de total concordância, 38% de concordância, 25% de nem concordância nem discordância e 25% de discordância. Este resultado aponta para uma maior concordância dos respondentes com a afirmativa (51%) de que o mercado enxerga a eficiência de medidas não-GAAP como maior em detrimento de medidas GAAP para representar o resultado operacional das companhias.

O quadro 4 apresenta o resumo com os resultados gerais das análises descritivas realizadas para facilitar o entendimento geral dos dados:

Quadro 4 - Principais análises descritivas sobre os questionários aplicados com sócios de firmas Big Four

<u>Análises respostas abertas</u>
“Para aferir/apresentar a geração de caixa advinda dos resultados operacionais” e “Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado” foram os motivos mais votados pelos respondentes como justificativas para a divulgação das medidas não-GAAP estudadas.
A maioria dos respondentes apresentou, simultaneamente, percepções negativas e positivas sobre as possíveis implicações para o mercado acionário brasileiro quando uma entidade listada divulga o EBITDA e/ou EBITDA Ajustado. Apenas um dos sócios apontou implicações positivas e outro apenas implicações negativas.
Houve razoável consenso entre os respondentes de que há certa facilidade em gerenciar as medidas não-GAAP investigadas de acordo com as intenções dos gestores e/ou alta administração das companhias.
Por outro lado, houve também razoável consenso entre os respondentes de que o mercado espera este tipo de informação em relatórios corporativos, pois é uma medida amplamente utilizada por analistas e outros usuários da informação contábil-financeira. Nas palavras de um dos respondentes, trata-se de uma “linguagem comum de mercado”.
<u>Análises respostas fechadas</u>
Os respondentes do questionário apresentaram perfis pulverizados no quesito “tempo de atuação” como sócios de firma Big Four: 25% deles possuem menos de 05 anos de experiência; 25% possuem entre 05 e 10 anos de experiência; 25% possuem entre 11 e 15 anos de experiência; e os demais 25% possuem mais de 20 anos de experiência.

100% dos respondentes possuem graduação em Ciências Contábeis, 50% deles possuem graduação em Administração de Empresas e 13% possuem graduação em Ciências Econômicas. 88% dos respondentes possuíam pelo menos uma formação superior além de cursos de bacharelado.
Em relação ao nível de familiaridade dos respondentes sobre o tema “uso e divulgação do EBITDA e/ou EBITDA Ajustado”, 50% dos respondentes consideraram que possuíam alta familiaridade, 38% indicaram possuir média familiaridade e 13% indicaram possuir baixa familiaridade.
50% dos respondentes consideraram a afirmativa “Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais” como sendo o motivo mais utilizado para justificar a divulgação de medidas não-GAAP no mercado acionário brasileiro. Esta mesma afirmativa foi considerada como sendo o segundo motivo mais utilizado pelos outros 50% da amostra.
66% dos respondentes consideraram a afirmativa “Porque trata-se de uma medida que mensura o potencial de geração bruta de caixa de uma companhia” como sendo o motivo menos utilizado como justificativa pelo mercado acionário brasileiro para a divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado.
Na média, os respondentes concordaram que medidas não-GAAP possam enviesar a análise dos usuários ou sobrepor as informações GAAP divulgadas pelas empresas. Apesar desta possibilidade, na média, os respondentes acreditam que medidas não-GAAP são úteis e devem ser evidenciadas em relatórios corporativos.
A maior parte dos respondentes concorda ou concorda totalmente que medidas não-GAAP são gerenciadas com a finalidade de atender a determinados números estabelecidos internamente ou externamente.
51% dos respondentes concordam ou concordam totalmente com a afirmativa “A falta de fiscalização contábil sobre estas medidas possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade das mesmas”.
76% dos respondentes concordam ou concordam totalmente com a afirmativa “A contabilidade deve definir medidas alternativas de performance, pois o resultado contábil das companhias é também função de fatores exógenos ao controle da Administração”.
51% dos respondentes concordam ou concordam totalmente com a afirmativa de que o mercado enxerga a eficiência de medidas não-GAAP como maior em detrimento de medidas GAAP para representar o resultado operacional das companhias.

Com base no exposto, é possível concluir que as análises descritivas dos dados apontaram para evidências ricas e sólidas a respeito do que se buscou capturar. O método de aplicação de questionário mostrou-se valioso para a presente pesquisa pois capturou não somente opiniões pessoais, mas posicionamentos embasados pela experiência de vida de cada respondente, o que colabora de forma essencial para o progresso da pesquisa científica.

A seguir estão apresentados os procedimentos e resultados da análise estatística da presente pesquisa.

5.2.4 Análises quantitativas

Após coletados os dados da parte documental da pesquisa, os mesmos foram tabulados e analisados com o auxílio dos softwares Excel 2016 e STATA 13, respectivamente. A base de dados completa é composta por dados trimestrais e anuais dos exercícios de 2014 e 2015 para cada observação, sendo, portanto, uma base de dados longitudinal. A análise estatística dos dados se deu por meio de técnicas confirmatórias, sendo utilizado o modelo de regressão logística binária para dados em painel para compreensão do comportamento da variável dependente (ou do fenômeno de interesse).

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 com base na teoria subjacente e experiência particular da pesquisadora no que diz respeito ao tema. Em outras palavras: o fenômeno de interesse é a divulgação voluntária da medida não-GAAP “EBITDA” no cenário corporativo brasileiro e as potenciais variáveis explicativas para a ocorrência deste fenômeno foram incluídas no modelo a partir do embasamento teórico de outros estudos e *expertise* profissional da pesquisadora.

Antes de partirmos para o modelo em si, é interessante tratar um pouco a respeito da estimação por regressão logística. Segundo Fávero (2015), técnicas de regressão logística são aplicáveis quando o fenômeno estudado é qualitativo e expresso neste formato por meio da representação de uma ou mais variáveis *dummy*. Pelo fato de a variável dependente (Y) ser qualitativa, esta não apresenta média ou variância, não sendo possível estimar um modelo pelo tradicional método de mínimos quadrados ordinários. Regressões logísticas são estimadas com base no método por máxima verossimilhança e estimam a probabilidade de ocorrência do evento para cada observação da amostra (p. 104). Vale salientar que ao utilizar este modelo de regressão é possível elaborar previsões por meio do *cutoff*, vide tabelas 42 e 43.

Dado que o evento de interesse 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.

A operacionalização do modelo de regressão passou por uma escolha acadêmica importante: a base de dados completa não pôde ser estimada pois há fortes indícios²⁷ de correlação entre as variáveis, uma vez que os dados anuais são, em sua grande maioria, o valor

²⁷ Em função de testes no STATA utilizando a base completa (com dados anuais e dados trimestrais), os quais apontaram problemas de correlação na base.

acumulado dos dados dos trimestres. Levando em consideração que naturalmente a maior parte dos dados concentra-se nos períodos trimestrais e que nas fontes destas informações (*press releases*) é que há maior ênfase e proeminência de medidas de desempenho não-GAAP (Elliott, 2004; Marques & Isidro, 2013), a pesquisadora definiu que a base a ser utilizada para a regressão seria a com os dados somente trimestrais para os anos de 2014 e 2015.

A hipótese que está sendo proposta é a seguinte²⁸: *a divulgação voluntária do EBITDA “tradicional” pode ser explicada pelas seguintes variáveis independentes, conforme discutido na seção 4.3: tamanho (TAM), governança corporativa (GOVER), prejuízo contábil (PERDA), receita líquida (RL), setor de energia elétrica (ENEL) e saldo do imobilizado (IMOB).*

Segue a descrição do modelo elaborado com base nesta hipótese: $prob(DIVEBITDA_{it}) = \alpha_i + b1TAM_{it} + b2GOVER_{it} + b3PERDA_{it} + b4RL_{it} + b5ENEL_{it} + b6IMOB_{it}$

Onde,

Alpha = intercepto para cada observação;

TAM = ativo total da companhia em cada período;

GOVER = variável *dummy* igual a 1 se a companhia adere aos níveis de governança da BM&FBOVESPA, 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.

No próximo tópico são demonstrados os comandos efetuados e outputs analisados para fins dos resultados desta pesquisa.

5.2.4.1 Comandos utilizados e outputs do STATA

Este tópico foi elaborado para elucidar aos leitores desta pesquisa como os modelos de regressão foram operacionalizados na prática. Um passo a passo resumido dos procedimentos contribui para deixar a pesquisa mais clara e inteligível a terceiros, podendo também auxiliar a outros pesquisadores na condução de investigações que tenham objetivos similares aos desta. Deve-se salientar, adicionalmente, que contadores e profissionais da área de negócios, em sua

²⁸ Vide tópico 4.3 para embasamento teórico das variáveis incluídas no modelo.

grande maioria, não possuem o conhecimento estatístico necessário para compreender a execução de pesquisas científicas empíricas e seus resultados. Neste sentido, a pesquisadora entendeu ser interessante a inclusão de um tópico que detalhasse um pouco mais aos seus leitores como os procedimentos foram efetuados, linkando os comandos utilizados no sistema STATA às premissas assumidas e resultados advindos do modelo estatístico escolhido.

Conforme explica Fávero (2015), a estimação mais comum de um modelo logístico para dados em painel é a *Pooled Logit*, uma vez que esta assume que a base de dados é uma “grande *cross-section*”. Esta estimação deve considerar 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 (p. 301).

São apresentados os comandos em ordem cronológica dos procedimentos, acompanhados de breves comentários a respeito de seus respectivos outputs.

a) Procedimentos estatísticos

Iniciamos o input da base de dados do EBITDA em Excel para o STATA e, antes de mais nada, devemos indicar que a mesma se trata de uma base longitudinal por possuir mais de um período de tempo por meio do seguinte comando:

Tabela 38 - Comando "xtset"

Output
xtset id per
panel variable: id (strongly balanced)
time variable: per, 1 to 8
delta: 1 unit
Fonte: Log do STATA.

Um painel fortemente balanceado (“strongly balanced”) indica que a base de dados não contém “missings”. Ou seja, não há perda ou falta de dados ao longo do tempo considerado na pesquisa. Significa dizer que as observações (companhias, neste caso) apresentaram em seus relatórios corporativos o indicador não-GAAP “EBITDA” na maioria dos períodos de tempo estudados, não havendo grandes discrepâncias na divulgação do EBITDA para os trimestres dos anos de 2014 e 2015.

Para analisar como a variável dependente dicotômica “y1” se comporta em termos de frequência, uma vez que se trata de uma variável de natureza qualitativa, o comando abaixo é digitado e desta forma é possível verificar que há diferenças consideráveis entre a quantidade

de trimestres em que determinada empresa divulgou o EBITDA e a quantidade de trimestres em que determinada empresa não divulgou o EBITDA, prevalecendo os trimestres para os quais foram apresentadas a medida não-GAAP EBITDA, conforme já indicado anteriormente por meio das técnicas de análise descritiva dos dados.

Tabela 39 - Comando "tab"

Output			
<i>y1</i>	<i>Freq.</i>	<i>Percent</i>	<i>Cum.</i>
não divulgou EBITDA	48	7,32	7,32
divulgou EBITDA	608	92,68	100,00
Total	656	100	

Fonte: Log do STATA.

Em seguida é possível analisar como a variável “y1” se comporta ao longo do tempo com base no comando abaixo. A tabela a seguir demonstra que existe considerável persistência do comportamento da variável “y1” trimestre a trimestre: enquanto 81,58% dos trimestres em que o EBITDA não foi divulgado para uma determinada companhia apresentaram o mesmo comportamento no trimestre seguinte, 97,39% dos trimestres em que o EBITDA foi divulgado para uma determinada companhia para uma determinada companhia apresentaram o mesmo comportamento no trimestre seguinte. Isso aponta que o evento investigado, divulgação do EBITDA, se mostrou consistente entre as observações para os períodos investigados.

Tabela 40 - Comando "xttrans y1"

Output			
<i>y1</i>	<i>não divulgou EBITDA</i>	<i>divulgou EBITDA</i>	<i>Total</i>
não divulgou EBITDA	81,58	18,42	100,00
divulgou EBITDA	2,61	97,39	100,00
Total	7,84	92,16	100,00

Fonte: Log do STATA.

Em seguida rodamos a regressão logística binária para dados em painel pela estimação *Pooled Logit* conforme Fávero (2015):

Tabela 41 - Comando "logit"

Output	
Number of obs	656
Wald chi2(10)	51,87
Prob > chi2	0,0000
Pseudo R2	0,3814

Fonte: Log do STATA.

Este output oferece ao pesquisador o teste do nível de significância do X^2_c (teste chi²), o qual “propicia uma verificação inicial sobre a existência do modelo que está sendo proposto” (Fávero, 2015, p. 115). Ao analisar os resultados da linha “Prob> chi2” é possível concluir que pelo menos uma variável X é estatisticamente significativa para explicar a probabilidade de ocorrência do evento sob estudo a um nível de 0,05%. Em outras palavras, significa dizer que pelos menos uma das variáveis explicativas selecionadas pela pesquisadora são relevantes no contexto da probabilidade de uma entidade divulgar o EBITDA em relatórios corporativos.

Antes de partirmos para a análise dos parâmetros em si com base no comando “logit”, é interessante para o pesquisador analisar a eficiência global do modelo e a taxa de acerto do modelo, a qual permitirá ao pesquisador avaliar a incidência do evento para realizar previsões para companhias não presentes na amostra. Estas previsões são realizadas ao se estimar as probabilidades calculadas das observações presentes na amostra para se prever a ocorrência do evento sob estudo (Fávero, 2015, p. 124). Para tal operacionalização, o comando “estat class” é rodado levando em consideração 5% de significância:

Tabela 42 - Comando "estat class"

	Output		
	True		Total
Classified	D	~D	
+	604	34	638
-	4	14	18
Total	608	48	656

Fonte: Log do STATA.

Este output aponta que 604 observações foram realmente evento e que apenas 04 observações foram classificadas como evento mas deveriam ter sido classificadas como não evento. Concomitantemente, 34 observações não foram realmente evento e 14 observações foram classificadas como não evento, mas deveriam ter sido classificadas como evento, pois possuem probabilidade acima de 5%.

Como é possível ver no output seguinte, a taxa de acerto do modelo com 5% de significância é o percentual de 94,21% apontado na tabela 43 como “Correctly classified”. É um resultado bem positivo, pois pode ser considerada uma boa taxa de acerto para realização de previsões para entidades que estão fora da amostra da presente pesquisa no tocante ao evento “divulgação do EBITDA”.

Tabela 43 - Comando "estat class" (cont.)

Output		
Sensitivity	Pr(+ D)	99,34%
Specificity	Pr(- ~D)	29,17%
Positive predictive value	Pr(D +)	94,67%
Negative predictive value	Pr(~D -)	77,78%
False + rate for true ~D	Pr(+ ~D)	70,83%
False - rate for true D	Pr(- D)	0,66%
False + rate for classified +	Pr(~D +)	5,33%
False - rate for classified -	Pr(D -)	22,22%
Correctly classified		94,21%

Fonte: Log do STATA.

O próximo output mostra alguns dos dados mais importantes da regressão logística binária: as variáveis explicativas do modelo, seus coeficientes, erros-padrão robustos, estatística z de Wald e significância de cada parâmetro. A tabela 44 é a apresentação dos resultados empíricos da relação entre a divulgação do EBITDA e os fatores determinantes para a sua divulgação:

Tabela 44 - Comando "logit" (cont.)

Output						
<i>yl</i>	<i>Coef.</i>	<i>Robust Std. Err.</i>	<i>z</i>	<i>P> z </i>	<i>[95% Conf. Interval]</i>	
tam	-.0001074	.0000494	-2.18	0.029	-.0002042	-.0000107
gover	2.975.564	.6499943	4.58	0.000	1.701.598	4.249.529
perda	-.6968293	.7054133	-0.99	0.323	- 2.079.414	.6857553
rl	-.0001995	.0000785	-2.54	0.011	-.0003533	-.0000458
enel	1.171.132	1.149.831	1.02	0.308	- 1.082.497	342.476
imob	.0003927	.0002216	1.77	0.076	-.0000416	.000827
_cons	1.993.834	.6461122	3.09	0.002	.7274776	3.260.191

Fonte: Log do STATA.

Com base neste output é possível verificar que as variáveis TAM, GOVER e RL se mostraram estatisticamente diferentes de zero ao nível de significância de 5%, pois na coluna “ $P>|z|$ ” são os únicos valores menores do que 0,05. As demais variáveis não se mostraram significativas para explicar a probabilidade de escolha das companhias da amostra pela divulgação do EBITDA. A variável IMOB, apesar de não ter se mostrado relevante ao nível de 5% de significância, é relevante ao nível de significância de 10%, o qual também é indicado para pesquisas em ciências sociais. No entanto, a pesquisadora manteve as análises efetuadas sobre os resultados estatísticos considerando o percentual de 5% para manter a consistência

com a maioria das pesquisas e também por uma questão de prudência em relação às conclusões advindas da presente investigação.

A variável “TAM” apresentou uma relação positiva com o evento investigado (conforme esperado e postulado na hipótese H1), ou seja, o aumento de uma unidade (em milhões de reais) no ativo das companhias da amostra aumenta a probabilidade de divulgação do EBITDA em 0,00010%. Apesar de não ser um percentual de probabilidade relevante, pois ainda é abaixo de 1%, o resultado apresentado é interessante pois demonstra que é possível fazer aplicações para empresas que estão fora da amostra em algum nível, já que a variável “TAM” se mostrou estatisticamente significativa dentro do modelo elaborado. Além disso, é preciso salientar que este percentual pode aumentar em função do aumento nos ativos das companhias. Neste sentido, o presente estudo apresentou de forma empírica que a decisão sobre a divulgação da métrica não-GAAP “EBITDA” em relatórios corporativos no mercado acionário brasileiro é explicada pelo tamanho das companhias.

A variável “GOVER” também aponta para uma relação positiva com o evento investigado (conforme esperado e postulado na hipótese H2), 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 BM&FBOVESPA é 2,97556% 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 um dos níveis de governanças do mercado acionário brasileiro, esta tem aproximadamente 3% mais propensão de divulgar a medida de desempenho não-GAAP “EBITDA” do que empresas no mesmo mercado, mas que não aderiram a estes níveis. Neste sentido, o presente estudo apresentou de forma empírica que a decisão sobre a divulgação da medida de desempenho não-GAAP “EBITDA” em relatórios corporativos no mercado acionário brasileiro é explicada pela adesão aos níveis de governança da BM&FBOVESPA, ou ainda, em outras palavras, que a probabilidade de uma empresa reportar a referida medida é maior quando a administração das companhias segue padrões de governança corporativa mais desejáveis.

A variável “RL” apresentou uma relação negativa com o evento investigado (conforme esperado e postulado na hipótese H4) 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 0,00019%. Este resultado, da mesma forma que o apresentado para a variável “TAM”, não foi tão relevante no sentido da análise percentual, ou seja, da mensuração do impacto para as companhias da amostra e para realização de previsões para

observações fora da amostra. Apesar disto, a “RL” trata-se de uma variável estatisticamente significativa dentro do modelo e o seu percentual de probabilidade pode ser aumentado em função da diminuição na receita líquida das companhias, o que pode indicar discricionariedade ou viés oportunístico através do uso e divulgação do EBITDA. Neste sentido, o presente estudo apresentou de forma empírica que a decisão sobre a divulgação da medida de desempenho não-GAAP “EBITDA” em relatórios corporativos no mercado acionário brasileiro é explicada pela receita líquida das companhias.

Esperava-se que a variável “PERDA” apontasse para uma significância dentro do modelo (conforme hipótese H3), 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). A hipótese levantada pela pesquisadora é de que o EBITDA poderia ser uma dessas medidas e se mostrar relevante em relação ao evento sob estudo. 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 indispensável no mercado acionário brasileiro para a maioria das companhias. Tanto os resultados descritivos como os advindos do questionário aplicado nesta pesquisa apontam para a majoritária utilização e divulgação do EBITDA no Brasil e isto pode ter afetado os resultados estatísticos apresentados.

Por fim, esperava-se que a variável “ENEL”, conforme postulado na hipótese H5, também se mostrasse estatisticamente significativa, dado ao fato de que as análises descritivas desta pesquisa apontaram que companhias do setor de energia elétrica foram as companhias com maior concentração de divulgação para pelo menos um dos trimestres analisados (vide tabelas 30 e 31), e, por este fato, foi considerado no contexto do modelo elaborado que haveria uma maior propensão de companhias neste setor a divulgar a medida “EBITDA”. No entanto, o resultado dos procedimentos estatísticos não confirmou tal hipótese.

A pesquisadora entende que os resultados apresentados nesta seção com base em um modelo estatístico de probabilidade não podem ser avaliados isoladamente. Desta forma, na conclusão desta investigação são apresentados os resultados e contribuições finais, os quais foram descritos com base em uma amarração e análise conjunta de todas as metodologias aplicadas pela pesquisadora.

6 CONTRIBUIÇÕES E IMPACTOS DA PESQUISA

Com o desenvolvimento desta pesquisa buscou-se endereçar seis objetivos. Cada um dos objetivos foi comentado em tópicos para facilitar o entendimento a respeito da necessidade e importância deles no contexto desta pesquisa. Ao final dos comentários está apresentado um quadro que sumariza as principais evidências advindas das metodologias aplicadas para o endereçamento destes objetivos, além de *insights* sobre restrições e impactos da pesquisa.

6.1 Análise conjunta dos resultados apresentados

- 1) *Examinar em relatórios financeiros anuais e/ou press releases reportados pelas companhias da amostra quais as características da divulgação (frequência, concentração setorial, concordância com aspectos de regulamentação, dentre outras) das medidas não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”*: Este objetivo teve por fim fornecer à pesquisadora e aos leitores da pesquisa um *overview* de algumas das principais questões sobre o fenômeno em questão e sobre sua representatividade no Brasil. Além disso, entender se as divulgações das referidas medidas de desempenho 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 utilização e divulgação oportunística por parte de companhias em diferentes mercados corporativos, conforme já discutido nas seções anteriores.

Resultados do objetivo nº1: Os resultados completos podem ser analisados pela leitura do Quadro 1. Nesta seção estão comentados apenas os pontos chave destes resultados:

- 83% das companhias divulgaram o EBITDA em pelo menos um período analisado e 85% destas companhias divulgaram o EBITDA de forma consistente em todos os períodos.
- 87% das companhias apresentaram uma conciliação para o EBITDA em pelo menos um período analisado e 72% destas conciliações estavam de acordo com os requisitos de cálculo da ICVM nº 527.
- 56% das companhias divulgaram o EBITDA Ajustado em pelo menos um período analisado e 74% destas companhias divulgaram o EBITDA Ajustado de forma consistente em todos os períodos.
- 82% das companhias apresentaram uma conciliação para o EBITDA Ajustado em pelo menos um período analisado e 67% destas conciliações estavam de acordo com os requisitos de cálculo da ICVM nº 527.

- Quando a conciliação não estava de acordo com estes requisitos, a principal razão para tal foi a consideração de ajustes adicionais não permitidos pela metodologia de cálculo.
- 55% das inconsistências referem-se ao efeito do método de equivalência patrimonial no resultado e da participação de acionistas não controladores ou minoritários.

Comentários dos resultados do objetivo nº1: Com base nas análises descritivas que deram fruto aos resultados apresentados acima, é possível concluir, em linhas gerais, que a prática do uso e divulgação do EBITDA e do EBITDA Ajustado tem ocorrido de forma ampla, de forma consistente no tempo e de forma regular, no sentido de que foi identificada uma prática positiva em relação a divulgação de conciliações ao lucro contábil, ainda que estas não estejam 100% alinhadas com a metodologia de cálculo requerida pela ICVM nº 527.

De forma complementar a estas análises, foi verificado pela pesquisadora se o montante do EBITDA Ajustado, quando divulgado, é maior ou menor que o montante do EBITDA, quando este também foi divulgado. Constatou-se que em 72% dos períodos em que as duas medidas foram divulgadas, o EBITDA Ajustado foi maior que o EBITDA, o que sugere que houve a inclusão de itens negativos na conciliação por parte dos preparadores. Outro achado interessante que surgiu a partir desta análise é o fato de que 100% das empresas que divulgaram a conciliação ao EBITDA de forma inconsistente apresentou o EBITDA Ajustado como sendo maior que o EBITDA em pelo menos um dos períodos analisados.

Apesar de a quantidade de companhias que apresentaram estas características não serem representativas no todo da amostra, fica claro que a ausência de uma regulação sobre o que se deve ou não se deve incluir para apuração do EBITDA Ajustado, bem como a ausência de auditorias independentes sobre esta medida, podem estar dando espaço para que empresas ajustem mais frequentemente itens negativos em relação a itens positivos, favorecendo o número do EBITDA Ajustado. Este resultado sugere que as empresas podem estar agindo de forma discricionária.

2) *Investigar quais são os ajustes adicionais mais comuns realizados pelas companhias da amostra através do “EBITDA Ajustado” e a relação entre estes ajustes e requerimentos contábeis conforme IFRS:* Este objetivo pode ser considerado um dos mais importantes no contexto desta pesquisa. A finalidade de uma investigação sobre “ajustes adicionais” que são realizados por meio do EBITDA Ajustado é o de verificar se o mercado tem considerado o efeito de alguma(s) norma(s) contábil(éis) como sendo “não adequados” para compor o resultado operacional das companhias por diversos motivos que foram também mapeados.

Resultados do objetivo nº2: Os resultados completos podem ser analisados pela leitura das Tabelas 28 e 29. Nesta seção estão comentados apenas os pontos chave destes resultados:

Foi possível observar que, além da depreciação/amortização, resultado financeiro e IR/CSLL, ajustes da sigla “EBITDA”, os ajustes adicionais mais comuns reportados pelas companhias nos períodos analisados foram: Impairment, Provisões, Correção de Erros e Equivalência Patrimonial, com, respectivamente, 28%, 1%, 1%, e 1% de concentração do montante total de ajustes divulgados. Todos estes quatro principais ajustes possuem uma relação com requerimentos contábeis vigentes conforme as normas do IFRS. Vale salientar que apesar de os demais tipos de ajustes realizados não possuírem uma relevância em relação ao montante total ajustado, a maioria deles é fruto do efeito de um requerimento contábil conforme IFRS nas demonstrações financeiras, como por exemplo: Mensuração ao valor justo, Capitalização de juros, Operações descontinuadas, *Hedge Accounting*, dentre outros.

Comentários dos resultados do objetivo nº2: A prática tem apontado que um dos principais motivos para uso e divulgação do “EBITDA Ajustado” seria exatamente pelo fato de que alguns itens contabilizados segundo o GAAP não geram saída de caixa: tanto a perda por redução ao valor recuperável de ativos, bem como as provisões, são itens que afetam o resultado contábil, mas não geram impacto caixa quando de suas constituições. Dado que as companhias justificam que necessitam apresentar ao mercado o quanto de caixa foi gerado por suas operações, faria sentido estes itens serem considerados no cálculo do EBITDA Ajustado na perspectiva dos preparadores. A correção de erros, por sua vez, pode ser caracterizada como um evento de natureza pontual e, portanto, é possível entendê-lo como sendo um evento não recorrente, ou mesmo de um evento que não diz respeito ao período de reporte em questão. Por fim, a equivalência patrimonial é o método de contabilização por meio do qual a companhia investidora reconhece em seu balanço um investimento ao custo e os efeitos da participação nos lucros ou prejuízos da investida são reconhecidos posteriormente no resultado da companhia investidora. Neste sentido, o efeito positivo ou negativo advindo deste investimento pode não representar um resultado operacional para a companhia investidora, pois independe de ações tomadas por ela e foge ao seu controle de gestão (a não ser que se trate de uma empresa que tenha por objetivo o investimento em outras entidades).

Conforme concluído anteriormente nesta pesquisa, apesar de ser algo essencialmente necessário para fins contábeis, inclusive por questões fiscais, entende-se por razoável a

necessidade de utilizar uma métrica não-GAAP para mensurar a performance de uma entidade considerando o efeito da retificação de erros.

- 3) *Apurar o conceito empírico de itens não recorrentes, não usuais e/ou não operacionais como fruto do exame realizado conforme a letra b) na ótica da companhia*: Esse objetivo na realidade é fruto dos procedimentos efetuados para endereçar o objetivo nº2. Ao conhecer os ajustes adicionais mais frequentes na prática, é possível defender que estes seriam um dos *drivers* sobre os conceitos de itens não recorrentes, não usuais e/ou não operacionais, já que a literatura aponta que os defensores do uso e divulgação de medidas não-GAAP as utilizam com o intuito de prover informações ajustadas por itens que contenham essas características.

Resultados do objetivo nº3: Nesta seção estão comentados apenas os pontos chave destes resultados:

Apesar de existirem na prática itens sendo ajustados sob as classificações de “não recorrentes”, “não usuais”, “não operacionais” e/ou “extraordinários”, as companhias da amostra que assim o fizeram não descreveram o conceito ou ideia central destas palavras-chave e tampouco indicaram os eventos que compõem os itens assim discriminados por elas. Desta forma, este objetivo possui uma limitação operacional que o impossibilitou de trazer à tona uma possível conceituação para as palavras-chave indicadas.

Comentários dos resultados do objetivo nº3: Apesar desta limitação e de não ter sido possível descrever uma sugestão para os conceitos desejados, a pesquisadora entende que a partir do que foi capturado pela prática, ou seja, ao entender quais são os tipos de ajustes mais comuns realizados pelas empresas no mercado acionário brasileiro, é possível considerar as características que fazem parte destes ajustes para auxiliar órgãos reguladores e normatizadores na compreensão e elaboração destes conceitos. Um exemplo disto foram os procedimentos de análise conduzidos para explicar o possível uso dos ajustes adicionais do Impairment, Provisões, Correção de Erros e Equivalência Patrimonial, anteriormente apresentados.

- 4) *Investigar as razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos*: Este objetivo foi formulado com o intuito de identificar e esclarecer aos leitores quais foram os principais motivos apresentados pelas companhias da amostra para o uso e divulgação das medidas “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” em seus

relatórios corporativos nos períodos analisados. Esta análise documental foi de grande valia, pois contribui para o conhecimento do fenômeno e conclusão geral da pesquisa sobre se essas medidas possuem qualidade informacional na visão de seus preparadores.

Resultados do objetivo nº4: Os resultados completos podem ser analisados pela leitura das Tabelas 26 e 27. Nesta seção estão comentados apenas os pontos chave destes resultados:

As tabelas 45 e 46 foram elaboradas para resumir, ainda mais, quais foram os principais motivos fornecidos pelas companhias nos formulários de referência de 2014 e 2015 para justificar a divulgação das medidas não-GAAP estudadas. A intenção foi a de, para cada ano, destacar apenas 5 motivos. No entanto, como no ano de 2015 os motivos foram bem mais pulverizados em relação ao ano de 2014, a pesquisadora resumiu em 7 motivos os apresentados no ano de 2015. Abaixo seguem as tabelas:

Tabela 45 - Resumo das razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos

Razões fornecidas 31.12.2014	Qtd de razões	%
Para apresentar uma medida de desempenho do: resultado financeiro e operacional; da geração de caixa; do cumprimento com obrigações passivas; do capital de giro; dos ativos e passivos regulatórios; e/ou da margem operacional do negócio.	35	56%
Para fins de comparabilidade entre companhias do mesmo segmento e análises comparativas para uma mesma companhia.	11	18%
Para apoiar determinadas decisões administrativas, para fins do cálculo da participação nos lucros e resultados e análises de analistas de mercado.	8	13%
Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado.	7	11%
Por permitir a abertura por produto, fornecendo uma visão mais analítica e estratégica e possibilitando outras formas de comparativos.	1	2%
Total	62	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 46 - Resumo das razões pela(s) qual(is) a alta administração e/ou governança corporativa das empresas da amostra decide utilizar e divulgar o EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos

Razões fornecidas 31.12.2015	Qtd de razões	%
Para apresentar uma medida de desempenho do: resultado financeiro e operacional; da geração de caixa; do cumprimento com obrigações passivas; do capital de giro; dos ativos e passivos regulatórios; e/ou da margem operacional do negócio.	62	59%
Para fins de comparabilidade entre companhias do mesmo segmento e análises comparativas para uma mesma companhia.	21	20%
Porque é uma medida amplamente utilizada pelo mercado.	10	10%
Para apoiar determinadas decisões administrativas, para fins do cálculo da participação nos lucros e resultados e análises de analistas de mercado.	9	9%
Por permitir a abertura por produto, fornecendo uma visão mais analítica e estratégica e possibilitando outras formas de comparativos.	1	1%
Para mostrar o verdadeiro lucro contábil a partir das atividades genuinamente ligadas ao nosso objeto social.	1	1%
Para retirar itens que não representam desembolso de caixa.	1	1%
Total	105	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Comentários dos resultados do objetivo nº4: Com base na análise dessas duas tabelas, é possível verificar que o principal motivo fornecido pelas companhias possui sempre uma conotação de acompanhamento do desempenho e, principalmente, do desempenho das “atividades-fim” das companhias. Na sequência, o segundo principal motivo seria para fins de comparação com companhias do mesmo segmento e/ou companhias entre si. Estes resultados sugerem que as companhias entendem ser não só necessário, como indispensável, a utilização dessas medidas, uma vez que a contabilidade não é suficiente para prover aos seus usuários uma medida que forneça o desempenho isolado da atividade operacional de uma companhia, bem como não possui uma medida que possa comparar empresas na mesma base.

5) *Apurar determinadas percepções sobre o uso e divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no mercado corporativo brasileiro sob a ótica de profissionais com expertise de mercado, quais sejam, sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas “Big Four”:* Esse objetivo foi desenhado para incorporar na pesquisa a ampla experiência de mercado de determinados profissionais por meio da metodologia de aplicação de questionários. Adicionalmente, com base nas respostas obtidas, foi possível fazer uma análise mais detalhada sobre os resultados apontados na análise documental com relação aos principais motivos para uso e divulgação das medidas não-GAAP investigadas na perspectiva dos preparadores de demonstrações financeiras. Ou seja:

com base na experiência dos respondentes, os principais motivos indicados nos formulários de referência pelas companhias fazem sentido? As justificativas para o uso e divulgação dessas medidas estão em linha com as discussões geradas em trabalhos de auditoria e consultoria vivenciados pelos respondentes?

Resultados do objetivo nº5: Os resultados completos podem ser analisados pela leitura da Tabelas 32, Quadro 3, Tabelas 33 a 37 e Quadro 4. Nesta seção estão comentados apenas os pontos chave destes resultados:

- A análise das repostas abertas indicou que, na percepção dos respondentes, os principais motivos para o uso e divulgação das medidas não-GAAP estão associados com a mensuração de um indicador de desempenho, bem como pelo fato de que são divulgados por se tratar de uma prática difundida no mercado corporativo brasileiro.
- Houve razoável consenso entre os respondentes de que há certa facilidade em gerenciar as medidas não-GAAP investigadas de acordo com as intenções dos gestores e/ou alta administração das companhias.
- A maioria dos respondentes apresentou, simultaneamente, percepções negativas e positivas sobre as possíveis implicações para o mercado acionário brasileiro quando uma entidade listada divulga o EBITDA e/ou EBITDA Ajustado.
- A análise das respostas fechadas indicou que 50% dos respondentes consideraram a afirmativa “Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais” como sendo o motivo mais utilizado para justificar a divulgação de medidas não-GAAP no mercado acionário brasileiro por parte dos preparadores.
- Na média, os respondentes concordaram que medidas não-GAAP possam enviesar a análise dos usuários ou sobrepor as informações GAAP divulgadas pelas empresas. Apesar desta possibilidade, também na média, os respondentes acreditam que medidas não-GAAP são úteis e devem ser evidenciadas em relatórios corporativos.
- 51% dos respondentes concordam ou concordam totalmente com a afirmativa “A falta de fiscalização contábil sobre estas medidas possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade das mesmas”.
- 76% dos respondentes concordam ou concordam totalmente com a afirmativa “A contabilidade deve definir medidas alternativas de performance, pois o resultado contábil das companhias é também função de fatores exógenos ao controle da Administração”.

Comentários dos resultados do objetivo n°5: Em linhas gerais, é possível verificar que os respondentes, com base em suas experiências pessoais, acreditam que estas medidas podem ser úteis, mas ao mesmo tempo “perigosas” para a saúde do mercado acionário. Esta afirmação é corroborada pelo fato de que mais da metade dos participantes acredita que caso houvesse uma fiscalização sobre a elaboração destas medidas, a discricionariedade quando de seus usos seria diminuída. Estes resultados são importantíssimos, pois sugerem que os reguladores do mercado acionário brasileiro precisam estar atentos às divulgações do EBITDA e do EBITDA Ajustado, requerendo que as companhias estejam 100% em *compliance* com os requisitos atuais, bem como que precisam avaliar a necessidade de incorporar à ICVM n° 527 a necessidade de fiscalização independente sobre estas divulgações.

É interessante destacar que alguns respondentes apontaram que as medidas investigadas são utilizadas pelas companhias para suprir as necessidades de analistas de mercados, que muitas vezes as consideram como mais relevantes que o próprio resultado contábil. Isto se deve, mais uma vez, ao fato de que alguns efeitos advindos de normas contábeis conforme IFRS são vistos por analistas e outros profissionais como sendo não adequados para representar as operações de uma entidade. Este resultado também é muito importante, pois afeta diretamente os profissionais contadores e pesquisadores ao sugerir que o resultado contábil não é tido como suficiente para prover aos usuários da informação contábil o desempenho econômico-financeiro de uma companhia.

6) *Testar, por meio de técnicas estatísticas, possíveis determinantes para explicar a propensão de companhias quanto à divulgação da medida não-GAAP “EBITDA”:* Este objetivo foi considerado nesta pesquisa para verificar, estatisticamente, se algumas das variáveis consideradas como prováveis para explicar a divulgação de medidas não-GAAP, neste caso em específico do “EBITDA”, são realmente significantes e teriam impacto para a realização de previsões. Os resultados apresentados nos testes estatísticos apontam para a relevância da governança corporativa, do porte das companhias e do montante de suas receitas líquidas, montante este fundamental para análise das atividades operacionais de uma empresa.

Resultados do objetivo n°6: Os resultados completos podem ser analisados pela leitura das Tabelas 38 a 44. Nesta seção estão comentados apenas os pontos chave destes resultados:

Conforme apresentado anteriormente, foram obtidos os seguintes resultados estatísticos: a decisão sobre a divulgação da medida de desempenho não-GAAP “EBITDA” em relatórios corporativos no mercado acionário brasileiro é explicada pela adesão a níveis de governança

corporativa pelas companhias, pelo porte das companhias e pelo montante da receita líquida das companhias. O resultado mais interessante foi o obtido em relação à adesão aos níveis de governança da BM&FBOVESPA, pois indicou que a probabilidade de uma empresa reportar a medida não-GAAP “EBITDA” é maior quando a administração das companhias segue padrões de governança corporativa mais desejáveis.

Comentários dos resultados do objetivo nº6: A importância destes resultados é de grande valia, pois sugere que empresas maiores e com melhor padrão de qualidade informacional tendem a divulgar o EBITDA. Em outras palavras, presume-se que companhias com maior expertise contábil e financeira, e com maiores recursos por dedução, entendem que a divulgação da referida medida está atrelada a uma melhora ou manutenção de sua eficiência, transparência, e outras qualidades relacionadas ao reporte corporativo, caso contrário, a opção em divulgá-la seria obviamente negada. Logo, é notável que se trata de uma medida que continuará sendo divulgada enquanto não houver uma proibição formalizada, o que atualmente não seria aplicável pois não há nenhuma intenção neste sentido (no contexto internacional e no contexto nacional).

Para finalizar a apresentação e discussão dos resultados, foi elaborado um quadro com as principais conclusões advindas das evidências das metodologias aplicadas nesta pesquisa:

Quadro 5 - Principais conclusões advindas das evidências desta pesquisa

O que as empresas fazem	O motivo pelo qual elas fazem	O que os respondentes dizem
As companhias têm a prática de divulgar o EBITDA e o EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos e realizam estas divulgações de forma consistente e, em sua maioria, apresentando uma conciliação ao lucro contábil.	As companhias divulgam o EBITDA e o EBITDA Ajustado por acreditarem que estas medidas representam o desempenho operacional e o potencial de geração bruta de caixa de uma entidade, dentre outros motivos.	As companhias divulgam o EBITDA e o EBITDA Ajustado por acreditarem que estas medidas representam o desempenho operacional de uma entidade, por facilitarem análises comparativas entre elas e também por ser uma “linguagem comum de mercado”.
Há problemas em relação ao <i>compliance</i> com a metodologia de cálculo da	Pode-se inferir que a divulgação inconsistente da conciliação se deve ao fato de	Pode-se inferir que a divulgação inconsistente da conciliação se deve ao

ICVM nº 527, em especial quando se trata da consideração de ajustes não permitidos para a apuração do “EBITDA”.	que não há uma fiscalização independente sobre a forma como estas medidas não preparadas e divulgadas ao mercado.	fato de que não há uma fiscalização independente sobre a forma como estas medidas não preparadas e divulgadas ao mercado.
A respeito do EBITDA Ajustado, os ajustes adicionais possuem, em sua quase totalidade, relações com efeitos advindos da aplicação de normas contábeis conforme IFRS. Adicionalmente, são realizados mais ajustes de itens negativos (que aumentam o número da medida), do que de itens positivos.	Pode-se inferir que a divulgação do EBITDA Ajustado se deve ao fato de que os preparadores acreditam que há itens, fruto de normas contábeis conforme IFRS, que não deveriam representar o resultado das operações normais de uma entidade, ou seja, o resultado de suas atividades operacionais. Em relação aos sinais dos itens, entende-se que esta prática sugere a existência de discricionariedade por parte dos preparadores, onde somente seriam considerados no cálculo itens que ajudem a melhorar o montante do EBITDA Ajustado.	Pode-se inferir que a divulgação do EBITDA Ajustado se deve ao fato de que os preparadores acreditam que há itens, fruto de normas contábeis conforme IFRS, que não deveriam representar o resultado das operações normais de uma entidade, ou seja, o resultado de suas atividades operacionais.

Os resultados apresentados, na perspectiva do todo da pesquisa, visam sugerir a utilidade das medidas alternativas de mensuração de desempenho econômico “EBITDA” e “EBITDA Ajustado”. Ao mesmo tempo, indicam que pode estar ocorrendo o uso e divulgação destas medidas com um viés de oportunismo, dado que atualmente não existem fiscalizações independentes que assegurem aos usuários da informação financeira de que os números apresentados estão livres de distorção relevante. Também se pode concluir com base neste estudo que empresas de maior porte, que aderem a altos níveis de governança corporativa e que possuem receitas líquidas menores, estão mais propensas a divulgar as medidas “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” em seus relatórios corporativos.

As evidências advindas deste estudo podem ser úteis para colaborar com a discussão atual de órgãos reguladores e normatizadores ao apontar o papel informativo de medidas não-GAAP, mas não deixando de alertar que estes números necessitam ser acompanhados e fiscalizados pelos entes e instituições cabíveis e, quem sabe, até mesmo incorporados ao que conhecemos hoje como GAAP.

Adicionalmente, esta pesquisa corrobora com a discussão de que a contabilidade, como ciência, necessita entender o fenômeno da desconsideração de determinados efeitos advindos das normas conforme IFRS, para entender quais as necessidades dos usuários e averiguar se realmente estas necessidades estão sendo atingidas pelas regras que conhecemos atualmente, afinal, “relatórios contábil-financeiros de propósito geral não atendem e não podem atender a todas as informações de que investidores, credores por empréstimo e outros credores, existentes e em potencial, necessitam” (para. OB6).

APÊNDICE

APÊNDICE A - Questionário

QUESTIONÁRIO

Instrumento de avaliação sobre o uso e divulgação do EBITDA e do EBITDA Ajustado na percepção de sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas “Big Four”

Objetivo do questionário: Apurar as percepções sobre o uso e divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no mercado corporativo brasileiro sob a ótica de profissionais com expertise de mercado.

Conceito de “medida não-GAAP”: Informações não contábeis compreendem todas as informações que não sejam uma representação estruturada da informação contábil prevista nos Pronunciamentos emitidos pelo CPC, mas que competem com os mesmos propósitos das chamadas demonstrações contábeis de propósito geral (ICVM nº 527, 2012).

Observação: O EBITDA e o EBITDA Ajustado são considerados medidas não-GAAP pelo fato de que apesar de não serem proibidos pelas normas contábeis conforme IFRS, estas medidas são fruto de exclusões e adições não permitidas por elas.

I - Perfil

1. Há quanto tempo você exerce a função de sócio(a), independentemente da firma?

☐	Menos de 05 anos
☐	Entre 05 e 10 anos
☐	Entre 11 e 15 anos
☐	Entre 16 e 20 anos
☐	Mais de 20 anos

2. Quais são as suas formações acadêmicas e/ou especializações na área de negócios?

Graduação I:	
Graduação II:	
Graduação III:	
Mestrado:	
Doutorado:	
Outro(s):	

II - Experiência

3. Com que frequência você discute ou discutiu o uso e divulgação do EBITDA e/ou do EBITDA Ajustado em seus clientes/projetos?

☐	Não realizo(ei)
☐	Sim, com baixa frequência (menos da metade dos clientes/projetos)

☐	Sim, com média frequência (metade dos clientes/projetos)
☐	Sim, com alta frequência (mais da metade dos clientes/projetos)

4. Com base na sua experiência profissional, qual seria o principal motivo para que entidades listadas na BM&FBOVESPA divulguem o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em relatórios corporativos?
5. Considerando a sua visão de mercado, enumere por grau de prioridade cada afirmativa abaixo, onde 5 seria “o motivo mais utilizado” e 1 seria “o motivo menos utilizado” pelas entidades listadas na BM&FBOVESPA para justificar a divulgação das medidas não-GAAP citadas anteriormente:

1 à 5	Afirmativas
☐	Porque há itens nos resultados contábeis das companhias que não são diretamente atribuíveis às suas atividades básicas ou principais.
☐	Porque trata-se de uma medida que mensura o potencial de geração bruta de caixa de uma companhia.
☐	Porque é uma medida amplamente utilizada no mercado acionário brasileiro.
☐	Para fins de comparabilidade com empresas concorrentes.
☐	Porque é o ponto de partida para trabalhos de <i>valuation</i> , facilitando este tipo de análise para os usuários da informação.

III - Percepção sobre Vieses de Utilização

Marque um X para atribuir uma nota de 1 à 5 onde 1 significa “total discordância” e 5 significa “total concordância” para cada uma das afirmativas listadas abaixo.

Afirmativas	Atribuição de notas				
	1	2	3	4	5
6. O uso de medidas não-GAAP pode enviesar a análise dos usuários da informação.					
7. Gestores utilizam ajustes em medidas não-GAAP de forma a atender a determinados <i>benchmarks</i> .					
8. Há certa prevalência e proeminência de números não-GAAP em detrimento de números GAAP em relatórios corporativos.					
9. A falta de fiscalização contábil sobre estas medidas possibilita aos gestores aumentarem o grau de discricionariedade das mesmas.					
10. Medidas não-GAAP possuem um papel informativo e de utilidade para o cenário corporativo.					

11. A contabilidade deve definir medidas alternativas de <i>performance</i> , pois o resultado contábil das companhias é também função de fatores exógenos ao controle da Administração.					
12. Participantes do mercado percebem medidas não-GAAP como mais eficientes para representar o resultado operacional das empresas.					
13. Itens considerados “não recorrentes” e/ou “não operacionais” devem ser evidenciados em relatórios corporativos.					

IV - Percepção sobre Implicações da Utilização

14. Sob seu ponto de vista, qual(is) a(s) implicação(ões) (positivas ou negativas) para o mercado acionário brasileiro (investidores, analistas, etc.) quando uma entidade listada divulga o EBITDA e/ou o EBITDA Ajustado em seus relatórios corporativos?

15. Algum outro comentário sobre o tema que você gostaria de acrescentar?

Agradecemos a participação!

Contatos da pesquisadora:

Nome: Gabriela de Souza Vasconcelos

E-mail pessoal: gabrieladesv@hotmail.com

Telefone pessoal: (11) 9 6340-1096

ANEXO

ANEXO A - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido

TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Título da Pesquisa: IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no cenário corporativo brasileiro.

Pesquisadora: Gabriela de Souza Vasconcelos

1. **Natureza da pesquisa:** Esta pesquisa tem por finalidade investigar as características e implicações da divulgação voluntária das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” em relatórios financeiros preparados conforme IFRS no cenário corporativo brasileiro.
2. **Público-alvo do questionário I:** Sócios de auditoria independente e consultoria financeira de firmas globais “Big Four”.
3. **Envolvimento na pesquisa:** Ao participar deste estudo o(a) senhor(a) permitirá que os pesquisadores utilizem, para as finalidades previstas, as informações que prestar durante a aplicação do questionário. O(A) senhor(a) tem liberdade de se recusar a participar, bem como de desistir a qualquer momento de continuar participando da pesquisa, sem qualquer prejuízo para o(a) senhor(a). Sempre que quiser poderá pedir mais informações sobre a pesquisa através do telefone e e-mail da pesquisadora.
4. **Sobre a aplicação do questionário:** Será aplicado um questionário com perguntas fechadas e abertas a respeito do tema da pesquisa. Caso seja de seu interesse, é possível que as informações obtidas pela pesquisadora sejam compartilhadas com o(a) senhor(a) após a tabulação dos dados. O tempo previsto para a aplicação do questionário é de aproximadamente 30 minutos.
5. **Riscos e desconforto:** Ao analisar os dados que nos forem concedidos por meio do questionário, nossa intenção não é a de apenas reproduzir as informações e opiniões prestadas pelos participantes. Entendemos que os julgamentos inerentes a qualquer procedimento classificatório possam entrar em conflito com as percepções dos próprios participantes, que poderão vir a se sentir desconfortáveis com as caracterizações apresentadas. Apesar desta possibilidade, os procedimentos adotados nesta pesquisa obedecem aos critérios de ética na pesquisa na área de Ciências Humanas e Sociais, conforme Resolução nº 510/2016 do Conselho Nacional de Saúde. Nenhum dos procedimentos usados oferece riscos à sua dignidade.
6. **Confidencialidade:** Todas as informações coletadas neste estudo são estritamente confidenciais. Somente a pesquisadora terá acesso à íntegra dos dados coletados e as identidades dos participantes serão preservadas. O(A) senhor(a) tem a garantia de que todos os dados obtidos a seu respeito só serão utilizados para fins deste estudo.
7. **Benefícios:** Ao participar desta pesquisa o(a) senhor(a) não terá nenhum benefício direto. Entretanto, esperamos que este estudo traga informações importantes sobre o uso e divulgação de medidas não-GAAP no cenário corporativo brasileiro. Caso seja de seu interesse, enviar-lhe-emos todas as publicações dos resultados deste estudo.
8. **Pagamento:** O(A) senhor(a) não terá nenhum tipo de despesa para participar desta pesquisa, bem como nada será pago por sua participação.

Após estes esclarecimentos, solicitamos o seu consentimento de forma livre para participar desta pesquisa:

Tendo em vista os itens acima apresentados, eu, de forma livre e esclarecida, manifesto meu consentimento em participar da pesquisa. Declaro que recebi cópia deste termo de consentimento, e autorizo a realização da pesquisa e a divulgação dos dados obtidos neste estudo.

Data: XX/XX/2017

Assinatura respondente

Posição e firma do respondente

Declaro que obtive, de forma apropriada e voluntária, o Consentimento Livre e Esclarecido deste participante para a participação neste estudo. Declaro ainda que me comprometo a cumprir todos os termos aqui descritos.

Data: XX/XX/2017

Gabriela de Souza Vasconcelos

Mestranda e Pesquisadora - FEAUSP

Contatos da pesquisadora:

E-mail pessoal: gabrieladesv@hotmail.com

Telefone pessoal: (11) 9 6340-1096

ANEXO B - Log Estatístico do STATA

name: <unnamed>

log: C:\Users\gabri\Desktop\Arquivos Dissertação\Parte Estatística - Regressão Logística Multinomial\Final.log

log type: text

opened on: 20 Sep 2017, 21:01:36

. xtset id per

panel variable: id (strongly balanced)

time variable: per, 1 to 8

delta: 1 unit

. label data y1

. label define y1 0 "não divulgou EBITDA" 1 "divulgou EBITDA"

. label values y1 y1

. tab y1

y1	Freq.	Percent	Cum.
-----+-----			
não divulgou EBITDA	48	7.32	7.32
divulgou EBITDA	608	92.68	100.00
-----+-----			
Total	656	100.00	

. xttrans y1

	y1		
y1	0	1	Total
-----+-----+-----			
0	81.58	18.42	100.00
1	2.61	97.39	100.00
-----+-----+-----			

Total | 7.84 92.16 | 100.00

. logit y1 tam gover perda rl enel imob, vce(cluster cia)

Logistic regression Number of obs = 656

Wald chi2(6) = 51.87

Prob > chi2 = 0.0000

Log pseudolikelihood = -106.22959 Pseudo R2 = 0.3814

(Std. Err. adjusted for 82 clusters in cia)

	Robust					
y1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
tam	-.0001074	.0000494	-2.18	0.029	-.0002042	-.0000107
gover	2.975564	.6499943	4.58	0.000	1.701598	4.249529
perda	-.6968293	.7054133	-0.99	0.323	-2.079414	.6857553
rl	-.0001995	.0000785	-2.54	0.011	-.0003533	-.0000458
enel	1.171132	1.149831	1.02	0.308	-1.082497	3.42476
imob	.0003927	.0002216	1.77	0.076	-.0000416	.000827
_cons	1.993834	.6461122	3.09	0.002	.7274776	3.260191

Note: 0 failures and 16 successes completely determined.

. estat class, cutoff(0.5)

Logistic model for y1

----- True -----			
Classified	D	~D	Total
-----+-----			
+	604	34	638
-	4	14	18
-----+-----			
Total	608	48	656

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$

True D defined as $y1 \neq 0$

```
-----
Sensitivity          Pr( +| D)  99.34%
Specificity          Pr( -|~D)  29.17%
Positive predictive value  Pr( D| +)  94.67%
Negative predictive value  Pr(~D| -)  77.78%
-----
```

```
False + rate for true ~D    Pr( +|~D)  70.83%
False - rate for true D     Pr( -| D)   0.66%
False + rate for classified + Pr(~D| +)   5.33%
False - rate for classified - Pr( D| -)  22.22%
-----
```

```
Correctly classified          94.21%
-----
```

```
. save "C:\Users\gabri\Desktop\Arquivos Dissertação\Parte Estatística - Regressão Logística
Multinomial\Final.dta", replace
```

```
file C:\Users\gabri\Desktop\Arquivos Dissertação\Parte Estatística - Regressão Logística
Multinomial\Final.dta saved
```

```
. exit, clear
```

REFERÊNCIAS²⁹

- Afterman, A. B. (2015). Non-GAAP Performance Measures: Virtue or Vice?. *The CPA Journal*. Retirado de <http://search.proquest.com/openview/21eb7db95f9d7e9d7e228a62b0a6950a/1?pq-origsite=gscholar&cbl=41798>
- 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>
- Aquino, A. C. B., Pagliarussi, M. S., Bitti, E. J. S. (2008). Heurística para a composição de referencial teórico. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 19, 73-88.
- 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, 285-319.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2007). Who Trades on Pro Forma Earnings Information?. *The Accounting Review*, 82, 581-619.
- Black, E. L. (2016a). The Ethical Reporting of Non-GAAP Performance Measures. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 27, 07-11.
- Black, E. L. (2016b). Starting and Developing a Stream of Research. Discurso realizado pelo Prof. Dr. Ervin Black, XVI USP Internacional Conference in Accounting. Retirado de <http://www.congressousp.fipecafi.org/>
- Black, D. E., Christensen, T. E. (2009). US manager's use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, 297-326.
- BM&FBOVESPA (2015). Retirado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm
- BM&FBOVESPA (2017). Retirado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Bradshaw, M., & Sloan, R. (2002). GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40, 41-66.

²⁹ De acordo com o estilo APA (*American Psychological Association*).

- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., & Mergenthaler, R. D. (2012). Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50, 01-40.
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da USP*, 37, 19-32.
- Coelho, Fabiano. (2004). EBITDA: a busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro. Retirado de <http://fabianocoelho.com.br/artigos-contabilidade-gestao/Artigo-EBITDA-A-busca-de-uma-melhor-comprensao-do-maior-vox-populi-do-mercado-financeiro.pdf>
- Cormier, D., Lapointe-Antunes, P., & Magnan, M. (2011). Revisiting the Relevance and Reliability of Non-GAAP Reporting: The Case of the Income Trusts. *Contemporary Accounting Research*, 28, 1585-1609.
- Comissão de Valores Mobiliários (2012). Instrução CVM nº 527. Retirado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst527.html>
- Comissão de Valores Mobiliários (2017). OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº01/2017. Retirado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/circ/sep/oc-sep-0117.html>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011). Pronunciamento Técnico CPC 00 - A Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Retirado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011). Pronunciamento Técnico CPC 26 - Apresentação das Demonstrações Contábeis. Retirado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2013). Orientação técnica OCPC 06 - Apresentação de Informações Financeiras Pro Forma. Retirado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Orientacoes>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2014). Orientação técnica OCPC 07 - Evidenciação na Divulgação dos Relatórios Contábil Financeiros de Propósito Geral. Retirado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Orientacoes>
- Conselho Federal de Contabilidade (2016a). NBC TA 701 - Comunicação dos Principais Assuntos de Auditoria no Relatório do Auditor Independente. Retirado de http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA701&arquivo=NBCTA701.doc
- Conselho Federal de Contabilidade (2016b). NBC TA 720 - Responsabilidade do Auditor em Relação a Outras Informações. Retirado de http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA720&arquivo=NBCTA720.doc

- Conselho Federal de Contabilidade (2016c). NBC TA 320 - Materialidade no Planejamento e na Execução da Auditoria. Retirado de [http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA320\(R1\).pdf](http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA320(R1).pdf)
- Deloitte (2015). Annual report insights 2015 - The reporting landscape. Retirado de <http://www.iasplus.com/en/publications/uk/other/annual-report-insights-2015>
- Deloitte (2016a). Heads up: Top 10 questions to ask when using a non-GAAP measure. Retirado de <http://www.iasplus.com/en/publications/us/heads-up/2016/issue-10>
- Deloitte (2016b). IFRS on Focus: Alternative performance measures: A practical guide. Retirado de <http://www.iasplus.com/en/publications/global/other/apm>
- Deloitte (2016c). Heads up: A roadmap to non-GAAP financial measures. Retirado de <http://www.iasplus.com/en/publications/us/heads-up/2016/issue-10>
- Deloitte (2016d). Primary financial statements - Scope of the project - Cover note - Agenda paper 21. Retirado de <https://www.iasplus.com/en/meeting-notes/iasb/2016/december/pfs>
- Deloitte (2017). Thinking allowed - Non-GAAP and Alternative performance measures. Retirado de <https://www.iasplus.com/en/publications/global/thinking-allowed/2017/non-gaap-alternative-performance-measures>
- Deloitte (s.d.). Disclosure initiative - Principles of disclosure. Retirado de <http://www.iasplus.com/en/projects/major/principles-of-disclosure>
- Doyle, J. T., Jennings, J.N., & Soliman, M. T. (2013). Do Managers Define Non-GAAP Earnings to Meet or Beat Analyst Forecasts?. *Journal of Accounting and Economics*, 56, 40-56.
- Doyle, J. T., Lundholm, R. J., & Soliman, M. T. (2003). The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies*, 8, 145-174.
- Elliott, B. W. (2004). Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 81, 113-133.
- 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>
- Exame (2011). Para que serve o Ebitda?. Retirado de <http://exame.abril.com.br/revista-exame/para-que-serve-o-ebitda-m0052337/>
- Fávero, P. L., Belfiore, P. (2015). Análise de Dados - Modelos de Regressão com Excel, Stata e SPSS. Elsevier.
- Financial Accounting Standards Board (2016). Project Update - Financial Performance Reporting. Retirado de http://www.fasb.org/jsp/FASB/FASBContent_C/ProjectUpdatePage&cid=117616417896

- Financial Reporting Council (2013). Feedback Statement - Thinking about disclosures in a broader context. Retirado de <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Thinking-about-disclosures-in-a-broader-context/Feedback-Statement/Feedback-Statement-Thinking-about-disclosures-in-a.aspx>
- Frezatti, F., & Aguiar, A. (2007). EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3, 07-24.
- Hoogervorst, H. (2015). Mind the gap (between non-GAAP and GAAP). Discurso realizado por Hans Hoogervorst, Korean Accounting Review International Symposium, Março. Retirado de <http://www.ifrs.org/Alerts/Conference/Documents/2015/Speech-Hans-Mind-the-Gap-speech-Korea-March-2015.pdf>
- Lopes, A. B., Iudícibus, S. de. (2004). Teoria Avançada da Contabilidade. Atlas.
- 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.
- Infomoney (2006). Ebitda: entenda o conceito e cálculo desse importante indicador de desempenho. Retirado de <http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/318552/ebitda-entenda-conceito-calculo-desse-importante-indicador-desempenho>
- 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 (2014). IFRS Disclosure Initiative (Amendments to IAS 1). Retirado de <http://www.ifrs.org/Investor-resources/IASB-Investor-Education/Documents/The-Essentials/Essentials-Investor-Education-March-2015.pdf>
- International Accounting Standards Board (2015). The Essentials - Presentation of Financial Statements. Retirado de <http://www.ifrs.org/Investor-resources/IASB-Investor-Education/Documents/The-Essentials/Essentials-Investor-Education-March-2015.pdf>
- International Accounting Standards Board (2017a). Primary Financial Statements. Retirado de <http://www.ifrs.org/projects/work-plan/primary-financial-statements/#current-stage>
- International Accounting Standards Board (2017b). Primary Financial Statements. Retirado de <http://www.ifrs.org/news-and-events/2017/03/accounting-for-non-gaap-earnings-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>

- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2017). Monitoramento de Desempenho Empresarial. Retirado de http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CG18_MonitoramentoDesempenho.pdf
- 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.
- Lopes, A. B., e Martins, Eliseu. (2005). Teoria da Contabilidade - Uma Nova Abordagem. Atlas.
- Malone, L., Tarca, A., & Wee, M. (2016). IFRS non-GAAP earnings disclosures and fair value measurement. *Accounting & Finance*, 56, 59-97.
- Malcolm, S. (2015). Research Methods in Accounting. (3º ed). SAGE Publications.
- 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. *The British Accounting Review*, 42, 119-131.
- Marques, A., & Isidro, H. (2013). The Effects of Compensation and Board Quality on Non-GAAP Reporting Decisions. *The International Journal of Accounting*, 48, 289-317.
- Martins, A. G., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas. (2º ed). Atlas.
- McClure, B. (2006). A Clear Look at EBITDA. Retirado de <http://www.investopedia.com/articles/06/ebitda.asp>
- 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.
- Miller, J. S. (2009). Opportunistic Disclosures of Earnings Forecasts and Non-GAAP Earnings Measures. *Journal of Business Ethics*, 89, 03-10.
- Most, K. (1977). Accounting Theory. Ohio, Grid, Inc.
- Murcia, F. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo). Retirado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16122009-121627/pt-br.php>
- Nichols, N., Gray, S., & Street, D. (2005). Pro Forma Adjustments to GAAP Earnings: Bias, Materiality, and SEC Action. *Research in Accounting Regulation*, 18, 29-52.
- PricewaterhouseCoopers (2014). Point of view: Non-GAAP financial measures - Enhancing their usefulness. Retirado de <https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/point-of-view-non-gaap-financial-measures.pdf>
- PricewaterhouseCoopers (2016). Guia de Demonstrações Financeiras 2016/2017. Retirado de <http://www.pwc.com.br/pt/guia-2016.html>

- PricewaterhouseCoopers (s.d.). Webcasts, videos & podcasts - Non-GAAP measures. Retirado de <http://www.pwc.com/us/en/cfodirect/multimedia/videos/sec-non-gaap-measures.html>
- Segarra, M. (2014). Mind the Non-GAAP. *CFO Magazine*. Retirado de <http://ww2.cfo.com/accounting-tax/2014/03/mind-non-gaap/>
- Silva, A. H. C., & Murcia, F. (2016). Transparência das demonstrações financeiras das sociedades de grande porte no Brasil: um avanço necessário. *Revista do BNDES*, 45, 325-375.
- Smith, M. (2015). *Research Methods in Accounting*. SAGE Publications Ltd.
- 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>
- Valor Econômico (2011). Ibovespa ou IBrX?. Retirado de <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1019138/ibovespa-ou-ibrx>
- Veja (2010). EBITDA: essa moda pode acabar?. Retirado de <http://veja.abril.com.br/economia/ebitda-essa-moda-pode-acabar/>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.