



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 15, n. 2, Jul./Dez., 2023

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 01.11.2022. Revisado por pares em: 11.12.2022. Reformulado em: 28.12.2022. Avaliado pelo sistema double-blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2023v15n2ID30732

Análise metodológica dos EBITDA incompatíveis divulgados pelas companhias listadas na B3: identificação das variáveis divergentes nas conciliações

Methodological analysis of incompatible EBITDA disclosed by the companies listed in B3: identification of divergent variables in reconciliations

Análisis metodológico de los EBITDA incompatibles divulgados por las compañías cotizadas en la B3: identificación de las variables divergentes en las conciliaciones

Autorres

Shaiane Pisa Kistner

Mestranda em Contabilidade pelo Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (PPGC/UFSC). Endereço: Campus Reitor João David Ferreira Lima - Florianópolis - Santa Catarina - Brasil. CEP: 88040-900. Identificadores (ID): ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4501-513X>

Research Gate: <https://www.researchgate.net/profile/Shaiiane-Kistner>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3440309705926642>

E-mail: shaiane_pk@hotmail.com

Orion Augusto Platt Neto

Doutor em Engenharia de Produção e Sistemas. Professor Associado do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Endereço: Campus Reitor João David Ferreira Lima - Florianópolis - Santa Catarina - Brasil. CEP: 88040-900. Identificadores (ID):

Redalyc: <https://www.redalyc.org/autor.ora?id=55886>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2937-2057>

Research Gate: <https://www.researchgate.net/profile/Orion-Platt-Neto>

Google Citations: <https://scholar.google.com/citations?user=2fKvLWcAAAAJ&hl>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5724613247483864>

E-mail: orion.platt@ufsc.br

Resumo

Objetivo: Identificar as variáveis responsáveis pelas divergências metodológicas causadoras de incompatibilidades nos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3, relacionadas a erros na coleta de dados e a alterações indevidas na fórmula por parte das entidades emitentes da conciliação.

Metodologia: Aplicação de estatística descritiva sobre uma amostra de 35 entidades que divulgaram o EBITDA incompatível referente a 2018, observando o comportamento das variáveis do indicador nos anos de 2018, 2019 e 2020.

Resultados: Os erros de apuração mais comuns se deram na coleta de dados junto às demonstrações contábeis. A variável que mais impactou nos valores apurados erroneamente foi relativa à depreciação, amortização e exaustão. Conclui-se que, mesmo com a normatização da evidenciação do EBITDA pela Comissão de Valores Mobiliários a partir de 2012, ainda são comuns erros de apuração desse indicador, o que reforça a necessidade de estudos práticos que verifiquem a conformidade dessas divulgações não GAAP das companhias.

Contribuições do Estudo: Considerando que medidas de desempenho não GAAP, como o EBITDA, são difundidos mundialmente junto a investidores e analistas para a análise dos resultados das empresas, tais medidas guardam o risco de sofrer com erros e manipulações por parte dos gestores das entidades emitentes. Neste sentido, o estudo contribuiu no âmbito prático pois demonstrou quais erros as companhias efetivamente cometeram ao apurar e demonstrar suas conciliações de EBITDA. Ainda, supre lacuna acadêmica referente à metodologia de apuração do EBITDA, já que mesmo com a literatura crescente relacionada às divulgações não GAAP, a forma de cálculo do indicador tem recebido pouca atenção.

Palavras-chave: EBITDA; Erros metodológicos; Medida não GAAP.

Abstract

Purpose: To identify the variables responsible the methodological differences that cause incompatibilities in the EBITDA disclosed by the companies listed on B3, related to errors in data collection and undue changes in the formula by the reconciliation issuers.

Methodology: Application of descriptive statistics on a sample of 35 entities that disclosed the incompatible EBITDA for 2018, observing the behavior of the indicator's variables in the years 2018, 2019 and 2020.

Results: The most common calculation errors occurred when collecting data from the financial statements. The variable that most impacted erroneously calculated values was related to depreciation, amortization and depletion. It is concluded that, even with the standardization of the disclosure of EBITDA by the Securities and Exchange Commission of Brazil as of 2012, errors in the calculation of this indicator are still common, which reinforces the need for practical studies that verify the conformity of these companies' non-GAAP disclosures.

Contributions of the Study: Considering that non-GAAP performance measures, such as EBITDA, are disseminated worldwide among investors and analysts to analyze corporate results, such measures are at risk of error and manipulation by the issuers' managers. In this sense, the study contributed in the practical sphere because it demonstrated which errors companies effectively made when calculating and demonstrating their EBITDA reconciliations. In addition, it bridges an academic gap concerning the methodology for calculating EBITDA, since even with the growing literature related to non-GAAP disclosures, the method of calculating the indicator has received low attention.

Keywords: EBITDA; Methodological errors; Non-GAAP measures.

Resumen

Objetivo: Identificar las variables responsables de las diferencias metodológicas que provocan incompatibilidades en los EBITDA divulgados por las compañías cotizadas en la B3, relacionadas a errores en la coleta de datos y a alteraciones indebidas en la fórmula por parte de las entidades emitentes de la conciliación.

Metodología: Aplicación de estadística descriptiva sobre una muestra de 35 entidades que divulgaron el EBITDA incompatible referente a 2018, observando el comportamiento de las variables del indicador en los años de 2018, 2019 y 2020.

Resultados: Los errores de apuración más comunes ocurrieron en la coleta de datos juntamente a las demostraciones contables. La variable que más impactó los valores apurados equivocadamente fue relativa a la depreciación, amortización y agotamiento. Concluyese que, mismo con la normalización de la evidencia del EBITDA por la Comisión de Valores Mobiliarios a partir de 2012, aún son comunes los errores de apuración de ese indicador, reforzando la necesidad de estudios prácticos que verifiquen la conformidad de esas divulgaciones no GAAP de las compañías.

Contribuciones del Estudio: Considerándose que medidas de desempeño no GAAP, como el EBITDA, son difundidos mundialmente juntamente a inversionistas y analistas para el análisis de los resultados de las compañías, tales medidas esas guardan el riesgo de sufrir con errores y manipulaciones por parte de los gestores de las entidades emitentes. En este sentido, el estudio contribuyó en el ámbito práctico pues demostró cuales errores las compañías efectivamente cometieron a apurar y demostrar sus conciliaciones de EBITDA. Aún más, suple el vacío académico referente a la metodología para calcular el EBITDA, ya que mismo con la literatura creciente relacionada a las divulgaciones no GAAP, la forma de cálculo del indicador tiene recibido poca atención.

Palabras clave: EBITDA; Errores metodológicos; Medida no GAAP.

1 Introdução

O estudo de medidas de desempenho não GAAP é promissor e atual, principalmente por serem comumente utilizadas pelos investidores como um resumo informativo da entidade (Black, 2016; Bradshaw, Christensen, Gee, & Whipple, 2018; Andrade, & Murcia, 2019). Medidas de desempenho não GAAP, do inglês *non-GAAP performance measures*, se refere a um método de divulgação de informações que recebem interferência manual nos números contábeis, ou seja, são medidas de desempenho baseadas em dados não contábeis, ou contábeis ajustados (Nichols, Gray, & Street, 2005; Isidro, & Marques, 2020). Portanto, são métricas que não atendem aos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (*Generally Accepted Accounting Principles – GAAP*) (Nichols *et al.*, 2005). Tais alterações, na maioria das vezes, estão associadas a ganhos ou a resultados ajustados (Andrade, & Murcia, 2019).

A elaboração de pesquisas acerca deste tema é foco de entidades reguladoras, como forma de assessorar os gestores na elaboração e evidenciação de métricas não contábeis

(*Financial Reporting Council*, 2013; *European Securities and Markets Authority*, 2015; *International Organization of Securities Commissions*, 2016). Entretanto, são poucas as pesquisas conduzidas no Brasil sobre tais divulgações (Oliveira, 2018), sendo a maior parte relacionadas às métricas não GAAP, conhecidas como pro forma, ou ainda a medidas de divulgação voluntária, conduzidas internacionalmente (Black, 2016; Black, Christensen, Ciesielski, & Whipple, 2018), concentrada nos Estados Unidos da América (EUA) pela preocupação com o mau uso destas medidas, decorrente da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) (Andrade, & Murcia, 2019).

Como exemplo de medidas não GAAP, pode-se citar um dos indicadores mais difundidos mundialmente para comparação e análise do desempenho de companhias, o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). O EBITDA é utilizado como medida da capacidade de geração de caixa operacional, possibilitando sua análise na comparação entre empresas e ao longo do tempo. Este indicador faz parte das métricas não contábeis reivindicadas pelo mercado, ultrapassando as fronteiras das normas de Contabilidade (Andrade, & Murcia, 2019). A divulgação do EBITDA pode ser vista como incentivo aos gestores para a redução da assimetria de informações, que ocasiona custos relacionados ao risco moral e seleção adversa (Verrechia, 1983; Isidro, & Marques, 2020).

Para que a divulgação voluntária seja útil, esta deve ser precisa e confiável (Black *et al.*, 2018). Entretanto, a ocorrência de divulgação de informações de caráter facultativo incompatível com a realidade pode ser acarretada pelo fato de que os *stakeholders* recompensam as entidades que possuem um bom desempenho (Isidro, & Marques, 2020). Considerado que a divulgação de métricas de desempenho de caráter facultativo, como o EBITDA, é uma prática generalizada (Black *et al.*, 2018), com uma informação relativamente barata de medir e evidenciar, além de ser oportuna (Isidro, & Marques, 2020), pode ser utilizada para influenciar a percepção do investidor sobre o desempenho da entidade (Guillamon-Saorin, Isidro, & Marques, 2017).

Adicionalmente, a divulgação pode evidenciar a rentabilidade futura (Wiggins, & Ruefli, 2002), a baixa probabilidade de falência (Altman, 1968) e a boa reputação empresarial (Deephouse, & Carter, 2005), incentivando os gestores a reportar um bom desempenho. Portanto, as entidades podem evidenciar o EBITDA por motivos oportunistas, retratando a empresa com valores favoráveis quando os lucros de divulgações obrigatórias não são tão favoráveis (Miller, 2009; Rozenbaum, 2017).

Quanto à divulgação facultativa, Dye (2001) propôs o ensaio teórico da evidenciação voluntária com a premissa de que uma entidade divulgará uma informação de caráter voluntário se esta for favorável. Desta forma, quando uma informação facultativa não é divulgada, significaria que a companhia não reporta um bom resultado, ou um resultado favorável à entidade. Entretanto, Black, Christensen, Joo e Schmardebeck (2017) afirmam que quando as entidades perdem as expectativas em divulgar lucros ou bons resultados nas informações de caráter obrigatório, evidenciam mais informações voluntárias e de maneira mais agressiva para tentar rebater o fraco desempenho relatado em divulgações obrigatórias.

Rozenbaum (2017) afirma que o foco dos investidores no EBITDA cria incentivos para os gestores superavaliar e superavalar a entidade. Além disso, os gestores tendem a tomar ações diversas para atender às previsões de analistas, como o gerenciamento de resultados (Bartov, Givoly, & Hayn, 2002; Matsumoto, 2002; Richardson, Teoh, & Wysocki, 2004). Entretanto, o uso do indicador possui vantagens, como o fato deste ser mundialmente utilizado por várias empresas de diversos segmentos de atividades e porte, o que facilita a comparação entre elas (Diniz, 2015). Ainda, o EBITDA é uma *proxy* da capacidade de geração de caixa operacional, e sua metodologia de apuração desconsidera circunstâncias como condições

favoráveis ao acesso à crédito, o que possibilita a análise do indicador em *holdings*, por exemplo, além da simplicidade e agilidade de cálculo (Cornejo-Saavedra, & Diaz, 2006).

O problema da pesquisa foi formulado considerando os achados de Kistner e Platt Neto (2020) de que houve incompatibilidade do EBITDA em entidades listadas na bolsa de valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) em relação às divulgações referentes ao ano de 2018, e que a principal problemática referente às divulgações facultativas é se estas garantem a qualidade da informação para o processo decisório (Andrade, & Murcia, 2019). Diante disso, a presente pesquisa busca responder a seguinte questão-problema: **Quais as divergências metodológicas causadoras de incompatibilidades nos EBITDA divulgados pelas companhias?**

Neste sentido, o objetivo deste artigo é identificar as variáveis responsáveis pelas divergências metodológicas causadoras de incompatibilidades nos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3, relacionadas a erros na coleta de dados e a alterações indevidas na fórmula por parte das entidades emitentes da conciliação. A identificação de erros ou possíveis alterações indevidas são pertinentes, pois a premissa das divulgações não GAAP é de que estas medidas possuem viés discricionário e o risco de fornecer informações enganosas aos usuários (Andrade, & Murcia, 2019).

Para isso, foi realizado um acompanhamento de três exercícios sociais (referente aos anos de 2018 a 2020) das companhias que haviam divulgado o EBITDA com valores considerados incompatíveis (superavaliados, se acima de 2% do valor calculado, ou subavaliados, se abaixo de -2%) referentes a 2018. Isso foi procedido a partir da análise das conciliações (memórias de cálculo) emitidas pelas companhias em confronto com o método de apuração (fórmula e variáveis) estabelecido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e o emprego dos dados extraídos das demonstrações contábeis originalmente emitidas pelas próprias companhias.

A presente pesquisa justifica-se por permitir conhecer quais erros as companhias efetivamente cometem ao apurar e demonstrar suas conciliações de EBITDA. Esses podem constituir pontos de atenção aos gestores em sua responsabilidade de prestar informações, bem como aos usuários das informações e aos auditores independentes. Isto porque as inconsistências em divulgações de indicadores de desempenho podem ocasionar decisões insatisfatórias ou equivocadas de investimentos, afetando a economia nacional ou global por conta das falhas de mercado (*International Accounting Standards Board*, 2022).

Ainda, o estudo supre lacuna referente à metodologia de apuração do EBITDA, já que mesmo com a literatura crescente relacionada às divulgações não GAAP, a forma de cálculo do indicador tem recebido pouca atenção (Carvalho, 2014; Rozenbaum, 2017). Adicionalmente, supre a lacuna quanto à incompatibilidade do EBITDA, visto que não há pesquisas que investigassem os motivos específicos, em termos metodológicos, para as diferenças entre os EBITDA divulgados pelas companhias e aqueles apurados conforme uma metodologia amplamente aceita, como é o caso daquela exigida pela CVM a partir de 2012.

2 Revisão da Literatura

2.1 Método de apuração e divulgação do EBITDA

O EBITDA se refere a *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. Em tradução livre para o português, foi denominado de Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), embora permaneça conhecido pela sigla em inglês.

É um indicador conhecido entre analistas de empresas, utilizado para avaliar a capacidade de geração de caixa operacional dos negócios, possuindo sentido tanto em análises

comparativas – entre empresas e ao longo do tempo – quanto isoladas. Assim, é comum as entidades divulgarem o EBITDA em valores absolutos, bem como sua evolução, demonstrando o crescimento, assim como é feito com o lucro líquido, como algo favorável (Matarazzo, 2010).

No Brasil, o EBITDA não faz parte do rol das publicações de caráter obrigatórias das sociedades por ações abrangidas pela Lei n. 6.404/1976 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por isto, o EBITDA é caracterizado como informação de natureza não contábil, embora seja apurado com base em dados contábeis. Assim, as entidades podem divulgá-lo para demonstrar seu desempenho e atender aos usuários especializados – leitores de relatórios corporativos.

No mercado de capitais brasileiro, o EBITDA é regulado pela Instrução CVM n. 527 (2012, art. 1º), da CVM, que dispõe sobre a divulgação voluntária, pelas companhias de capital aberto, de informações de natureza não contábil do “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”.

Desta forma, a referida instrução estabelece que o cálculo do EBITDA “deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26” (Instrução CVM n. 527, 2012, art. 2º). Portanto, valores que não constem nessas demonstrações não devem fazer parte do cálculo do EBITDA.

O mencionado Pronunciamento Técnico CPC 26 (2011, item 1) é uma norma do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), cujo objetivo é “definir a base para a apresentação das demonstrações contábeis, para assegurar a comparabilidade tanto com as demonstrações contábeis de períodos anteriores da mesma entidade quanto com as demonstrações contábeis de outras entidades”. Adicionalmente, a divulgação do EBITDA deve ser realizada juntamente com a conciliação dos valores que constam nas demonstrações contábeis divulgadas, ou seja, a memória de cálculo da apuração do indicador, a partir do Resultado Líquido do Período, mediante a adição ou dedução de valores provenientes de contas das Demonstrações Contábeis (DC), principalmente da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) (Instrução CVM n. 527, 2012).

A Instrução CVM n. 527 (2012, art. 3º, I) estabelece que o cálculo do EBITDA “. . . não pode excluir quaisquer itens não recorrentes, não operacionais ou de operações descontinuadas . . .”. A seguinte definição metodológica é estabelecida pelo mesmo artigo: “resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões”.

Neste estudo, o EBITDA calculado conforme a metodologia da CVM é denominado de “EBITDA Original”. Ainda, as companhias podem divulgar o “EBITDA Ajustado”, ou seja, aquele que exclui os “resultados líquidos vinculados às operações descontinuadas . . .”, e ajustado por outros itens que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa” (Instrução CVM n. 527, 2012, art. 4º). Todavia, caso a entidade opte por divulgar o EBITDA Ajustado, este somente pode ser feito em conjunto com a evidenciação do EBITDA Original, e deve ser identificado pelo termo “ajustado” (Instrução CVM n. 527, 2012, art. 5º).

O objetivo da divulgação de um EBITDA Ajustado decorre, principalmente, em função deste contemplar “ajustes adicionais ao resultado do período a fim de gerar informação quanto ao seu potencial de geração bruta futura de caixa” (Nota Explicativa, 2012, p. 5). Esse ajuste necessita de esclarecimentos por parte da companhia quanto à natureza e motivação das alterações efetuadas, bem como demonstrar a conciliação entre o EBITDA Ajustado e o resultado do período, permitindo a comparabilidade e compreensão do indicador (Nota Explicativa, 2012).

2.2 Divulgação voluntária e pesquisas anteriores

A crescente demanda por informações gera a inovação por parte das companhias ao apresentarem relatórios mais completos que supram a necessidade informacional dos usuários (Oliveira, 2018). Nos EUA, por exemplo, os usuários da informação têm voltado a atenção para relatórios não padronizados e informações não GAAP devido ao aumento de informações disponibilizadas nos últimos anos (Black *et al.*, 2018). Adicionalmente, em diversos países notou-se o aumento das divulgações de caráter facultativo (Black *et al.*, 2018; Oliveira, 2018).

Nesta temática, o ensaio teórico da evidencição voluntária, proposto por Dye (2001), possui a premissa de que uma entidade divulgará uma informação de caráter voluntário se esta for favorável, caso contrário, não divulgará (Dye, 2001; Verrecchia, 2001). Ainda segundo Dye (2001), a companhia otimiza a divulgação de uma informação facultativa caso seu concorrente faça o mesmo. Desta forma, quando uma informação voluntária não é divulgada, significa que a mesma não reporta um bom resultado e não é favorável à entidade (Dye, 2001).

Os achados de Isidro e Marques (2020) corroboram referido ensaio teórico pois, ao estudarem o papel da concorrência no mercado das indústrias, concluíram que esta é uma das características que mais influencia a probabilidade de divulgações não GAAP, bem como a magnitude de suas exclusões. Tais autores concluíram que a concorrência incentiva os gestores a divulgarem maiores lucros não GAAP, mas entidades que possuem baixo desempenho excluem tal medida de divulgação facultativa. Ainda, quando as companhias estão situadas em ambientes competitivos, os gerentes são mais propensos a divulgar a conciliação das medidas não GAAP, e menos propensos a excluir, na apuração, itens que comumente são excluídos por outras entidades do setor (Isidro, & Marques, 2020).

Entretanto, Black *et al.* (2018), com o objetivo de identificar o estado da arte na temática de divulgação de caráter voluntário por meio da revisão de literatura, concluíram que tanto os investidores sofisticados quanto os investidores não sofisticados direcionam sua atenção à métricas não GAAP e que, ao procurarem métricas de desempenho, focam nas divulgações voluntárias. Adicionalmente, tais autores identificaram que a frequência dos relatórios não GAAP aumentou em todos os setores entre 2009 e 2014, período da amostra estudada das entidades componentes do índice *Standard & Poor's 500* (S&P 500) – referente a quinhentos ativos cotados na bolsa de valores de Nova York e NASDAQ.

Desta forma, as entidades entendem como benefício realizar divulgações voluntárias que permitem ajustes em informações contábeis, visando aparentar atender ou superar o *benchmark* de desempenho verificado pelos investidores, como a previsão de ganhos de analistas (Walker, & Louvari, 2003; Lougee, & Marquadt, 2004; Black, & Christensen, 2009; Isidro, & Marques, 2015).

Por outro lado, Isidro e Marques (2020) afirmam que a superavaliação de um valor quando o desempenho da entidade não é alto, pode influenciar a entrada de concorrentes no mercado, diminuindo ainda mais o real desempenho desta companhia. Entretanto, estudos anteriores demonstraram a existência de oportunismo na divulgação de informações voluntárias (Miller, 2009; Marques, 2010; Doyle, Jennings, & Soliman, 2013). Por conta disto, ainda existem preocupações sobre o nível de confiança destas informações (Andrade, & Murcia, 2019). Como exemplo, o estudo de Black e Christensen (2009), relacionado a investigação do impacto dos ajustes em ganhos no *spread* entre os ganhos não GAAP e GAAP, demonstra que entre 1998 e 2003 houve manipulação por parte dos gestores nos ganhos não GAAP para

alcançar os *benchmarks* estabelecidos pelos analistas, resultado idêntico ao sugerido na pesquisa de Marques (2010).

Bhattacharya, Black, Christensen e Larson (2003) afirmam que as informações de caráter voluntário são consideradas mais eficientes e informativas pelo mercado, que entende como mais relevantes os ganhos operacionais pro forma em comparação com aqueles apurados conforme o GAAP. Porém, as entidades que reportam prejuízos possuem tendência a enfatizar informações facultativas, apresentando melhor resultado (Lougee, & Marquardt, 2004). Miller (2009), Guillamon-Saorin, *et al.* (2017) e Marques (2017) afirmam que as informações voluntárias têm potencial para enganar os usuários da informação, mesmo sendo úteis ao mercado de capitais.

Portanto, ao considerar as diversas evidências de manipulação de medidas não GAAP, torna-se importante verificar a veracidade das informações de caráter voluntário divulgadas pelas companhias. Isto porque investidores não sofisticados, ou seja, aqueles com menores conhecimentos sobre a apuração destes indicadores, tendem a confiar mais nas medidas de desempenho ou rentabilidade não GAAP (Johnson, Percy, Clarke, & Cameron, 2014; Bhattacharya, Black, Christensen, & Mergenthaler, 2007).

Percebe-se que a utilização de medidas de desempenho voluntárias pode possuir a intenção de desviar a atenção dos usuários do real desempenho da entidade (Andrade, & Murcia, 2019). Como exemplo, o estudo de Entwistle, Feltham e Mbagwu (2006) com as companhias do S&P 500 de 2001 a 2003, concluiu que das 380 companhias que divulgaram lucro pro forma no *press release*, 14% o divulgaram de forma potencialmente enganosa.

Na mesma linha, Miller (2009), com o objetivo de discutir estudos acadêmicos em Contabilidade relacionados às divulgações voluntárias de previsões de lucros e medidas de lucros não GAAP, identificou que alguns gestores adotam divulgações oportunistas muitas vezes com a intenção de superavaliar o valor da companhia. Adicionalmente, tal autor concluiu que entre 70% e 85% da amostra dos estudos analisados demonstram que as entidades divulgam medidas não GAAP superiores às medidas GAAP.

Quanto à incompatibilidade de divulgações voluntárias, Walker e Louvari (2003), com o objetivo de explicar a variedade de práticas de divulgação facultativa de companhias do Reino Unido, observaram que as entidades em situação de prejuízo podem tentar desviar a atenção dos investidores ao relatar informações positivas. Da mesma forma, quando a entidade apresenta valores positivos em suas divulgações obrigatórias, a mesma pode omitir a informação facultativa caso esta apresente resultados negativos.

Webber, Nichols e Street (2013) concluíram, ao analisar 303 *press releases* de entidades americanas de 2005 a 2010, que quando o lucro líquido diminuiu, as companhias são mais propensas a evidenciar ganhos não GAAP maiores. Da mesma maneira, Malone, Tarca e Wee (2016), ao estudarem os ajustes em lucros de divulgações voluntárias de 576 entidades australianas entre 2008 e 2010, observaram que as entidades e os analistas tendem a ajustar perdas e despesas para aumentar os ganhos não GAAP, refletindo na maior incidência de ajustes negativos em relação aos positivos.

Andrade e Murcia (2019) entenderam que a regulação de medidas não GAAP mais difundidas mundialmente, como o EBITDA, seria uma saída para mitigar ou inibir a utilização inadequada de divulgações facultativas. No Brasil, a sua divulgação é regulada, conforme fundamentado na seção anterior. Entretanto, as medidas de divulgação voluntária são passíveis de auditoria, mas não necessariamente estão sendo auditadas, o que permite certa “liberdade” por parte dos gestores na apuração e divulgação dos números (Andrade, & Murcia, 2019). Então, surge a importância dos pesquisadores em verificar a correta aplicação da metodologia de apuração estabelecida em instrução própria do EBITDA.

Desta forma, Maragno, Borba e Fey (2014) exemplificam o benefício da regulação do EBITDA no Brasil. Tais autores pesquisaram se os EBITDA divulgados referentes aos anos de 2010 a 2012 estavam compatíveis com o método da Instrução CVM n. 527, concluindo que antes de tal Instrução entrar em vigor e estabelecer os aspectos de apuração e evidenciação do EBITDA, menos da metade das entidades listadas no IBrX 100 calculavam o indicador conforme a metodologia estabelecida posteriormente. Após a Instrução entrar em vigor, 60% das companhias passaram a estar compatíveis com a metodologia referida, o que indicou aumento na confiabilidade dos EBITDA divulgados.

Nos EUA, Heflin e Hsu (2008) verificaram que a partir de 2003, após a *Securities and Exchange Commission* (SEC) implantar a regulação de medidas não GAAP, as entidades diminuíram a magnitude e a frequência dos ajustes efetuados nestas métricas de evidenciação voluntária. Após essa regulação, tais autores verificaram que houve um declínio na probabilidade de divulgação de os ganhos não GAAP das entidades alcançarem ou superarem as previsões dos analistas, o que sugere que a interferência da regulação no mercado de capitais acarreta impactos positivos, protegendo-o de informações enganosas.

Quanto às deduções metodológicas do EBITDA, Rozenbaum (2017) estudou o indicador com uma abordagem de verificação da influência nas escolhas de investimentos e alavancagem dos gestores. Entre os achados, tal autor concluiu que o desempenho operacional menor é atribuído a grandes despesas com depreciação, amortização e exaustão, que é a despesa mais significativa acrescida na apuração do EBITDA.

Nesta temática, Andrade e Murcia (2019) estudaram o EBITDA com o objetivo de identificar os tipos de ajustes de maior magnitude realizados no EBITDA Ajustado, medida não GAAP, das maiores entidades listadas na B3. Tais autores concluíram que os ajustes de maior magnitude realizados no indicador são: correções de erros; equivalência patrimonial; *Impairment*; e provisões e dividendos recebidos.

Quanto à qualidade da divulgação e da conciliação dos EBITDA, Mey (2019) observou, entre 2014 e 2016, as companhias de capital aberto da Bolsa de Valores de Joanesburgo. Os resultados indicaram a falta de qualidade na conciliação do EBITDA, além de identificar que a melhora da qualidade da conciliação está relacionada negativamente ao indicador positivo divulgado quando os resultados eram negativos. Ou seja, tal autor identificou o uso oportunista do EBITDA por meio de manipulações para obter resultados positivos mesmo quando estes eram negativos.

Mey e Lamprecht (2020) observaram, entre 2014 e 2016, a utilidade da divulgação dos EBITDA por companhias de capital aberto na Bolsa de Valores de Joanesburgo. Os achados indicam que a carência de requisitos explícitos e a definição genérica nas normas contábeis resultam em inconsistências no cálculo do indicador. Assim, a responsabilidade pela qualidade do EBITDA evidenciado é da entidade, o que pode ocasionar informações inúteis para a tomada de decisões. Adicionalmente, tais autores detectaram a existência de companhias que apuraram o indicador de maneira ajustada, entretanto, sem informar isso, dando aos usuários a impressão de que se tratava EBITDA Original.

Ainda, Verriest, Bouwens e Kok (2018) concluíram, ao observarem uma amostra de 15.895 relatórios anuais e 51.758 divulgações de resultados de empresas do S&P 1500 entre 2005 e 2016, que as entidades que mais divulgam o EBITDA possuíam erros de previsão mais altos e maior probabilidade de perder o *benchmark* de previsão do analista.

Por tanto, a partir da literatura exposta, mostrou-se clara a lacuna de estudos relacionados à análise metodológica da apuração e conciliação dos EBITDA divulgados pelas companhias de capital aberto, em especial no Brasil. Por outro lado, os estudos abordados deixam clara a existência da manipulação, por parte dos gestores, de indicadores voluntários

como o EBITDA. Dessa forma, torna-se relevante a verificação da conformidade das conciliações dos EBITDA divulgados em relação à metodologia estabelecida na Instrução CVM n. 527 (2012).

3 Procedimentos Metodológicos

A presente pesquisa é classificada como descritiva, com abordagem qualitativa e quantitativa e procedimentos documentais. O universo da pesquisa é composto por todas as companhias listadas na B3 que estavam ativas e aptas à divulgação do EBITDA referente aos anos de 2018, 2019 e 2020, entendidas como as não financeiras e cujos ativos ou resultados líquidos dos períodos não estivessem nulos.

A amostra, por sua vez, é composta por todas as companhias desse universo que atendessem simultaneamente aos seguintes critérios: (1) apresentaram diferenças percentuais significativas (+/-2%) entre os valores de EBITDA divulgados e os apurados metodologicamente pelos autores, referentes à 2018; e (2) divulgaram seus EBITDA Originais com conciliação referentes aos anos de 2018, 2019 e 2020.

O corte temporal foi definido considerando os achados de Kistner e Platt Neto (2020) referentes ao ano de 2018, que detectaram que 22,5% das companhias listadas na B3 divulgaram EBITDA com valores incompatíveis com os apurados conforme a Instrução CVM n. 527. A partir desses achados referentes a 2018, a presente pesquisa buscou compreender o que tais companhias empregaram em suas conciliações que causou incompatibilidade no indicador. Para acompanhar as companhias e entender a evolução dessas incompatibilidades no tempo, ampliou-se o horizonte com os dois anos seguintes (2019 e 2020), selecionados com base nos dados disponíveis na época da coleta de dados.

O universo resultante desses critérios é composto por 269 companhias referentes a 2018, enquanto a amostra contém 35 companhias (13,01% do universo) nos três anos. Assim, com base em incompatibilidades confirmadas referentes ao primeiro ano da série, tem-se uma amostra emparelhada de três anos, ou seja, as companhias são acompanhadas na série de divulgações.

A

Tabela apresenta as variáveis utilizadas na apuração do EBITDA, conforme a metodologia estabelecida pela Instrução CVM n. 527 (2012), incluindo suas descrições e respectivas formas de abreviação.

Tabela 1

Variáveis empregadas no modelo de conciliação do EBITDA, conforme metodologia da CVM

Abreviações das variáveis	Nomes e descrições das variáveis contidas nas DC
RLP	Resultado Líquido do Período: indica o valor referente ao lucro ou prejuízo líquido.
TL	Tributos sobre o Lucro: indica o valor referente aos tributos calculados sobre o lucro (Imposto de Renda de Pessoa Jurídica – IRPJ e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL)).
RF	Resultado Financeiro: indica o valor constante na DRE referente ao resultado financeiro, decorrente das Despesas Financeiras - Receitas Financeiras.
DAE	Depreciações, Amortizações e Exaustões: indica o valor referente às despesas de depreciação, amortização e/ou exaustão.
Outras	Outras variáveis não previstas: indicam os valores totais computados (incluídos) erroneamente pelas companhias analisadas na apuração do EBITDA Original.

Nota. Todas as variáveis com referência aos exercícios sociais encerrados de 2018, 2019 e 2020, com valores expressos em unidades de Reais (R\$).

Fonte: *Adaptado da Instrução CVM n. 527 (2012).*

Os dados foram coletados na Economatica e nas Demonstrações Contábeis (DC) das companhias. A verificação da compatibilidade foi realizada mediante a comparação dos valores apurados metodologicamente pela pesquisa e as conciliações divulgadas pelas companhias.

Os procedimentos de coleta, tratamento e análise dos dados foram organizados nas etapas sintetizadas a seguir:

1) Coletar os EBITDA Originais referentes ao ano de 2018 divulgados por todas as companhias listadas na B3 (Universo), mediante acesso aos seus relatórios anuais, abrangendo Formulários de Referência, Relatórios de Administração e Notas Explicativas às Demonstrações Contábeis.

2) Apurar os EBITDA dessas companhias com dados da Economatica, referentes a 2018 (4º DEAF – que se refere ao quarto demonstrativo após o encerramento fiscal anterior).

3) Confrontar os EBITDA divulgados pelas companhias com os apurados por meio dos dados da Economatica para identificar uma amostra preliminar de entidades que possivelmente incidiram em erros nas apurações de seus EBITDA, constituindo uma amostra preliminar.

4) A partir dessa amostra preliminar, coletar todas as variáveis e dados divulgados pelas companhias em suas conciliações do EBITDA Original, referentes a 2018.

5) Também para a amostra preliminar, coletar nas DC – particularmente a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) – emitidas pelas companhias os dados das variáveis estabelecidas pela CVM que deveriam ser empregados para apuração dos EBITDA Originais referentes a 2018. Em alguns casos, foi necessário recorrer às Demonstrações dos Fluxos de Caixa (DFC), quando havia omissão na DRE no que tange à DAE.

6) Confrontar os valores dos EBITDA Originais divulgados pelas companhias com os EBITDA apurados a partir de dados das DRE, conforme o método da CVM, referentes a 2018.

7) Definir como amostra as companhias nas quais se confirmaram diferenças significativas (+/-2%), conforme utilizado por Kistner e Platt (2020), entre os EBITDA divulgados e os apurados com dados das DC, referentes a 2018. São excluídas as companhias com falso diagnóstico de incompatibilidade por conta de divergências dos dados da Economatica em relação aos constantes nas DC divulgadas diretamente pelas entidades (considerado o Erro Tipo 0).

8) Para tal amostra, coletar e organizar as variáveis e dados divulgados pelas entidades em suas conciliações do EBITDA Original, referentes aos anos de 2019 e 2020.

9) Para a amostra, coletar e organizar as variáveis e dados divulgados pelas companhias em suas DC, que deveriam ser empregados na apuração dos EBITDA, referentes aos anos de 2018 a 2020. Foi dispensada a coleta das variáveis da conciliação quando não havia indícios de incompatibilidades expressivas (diferenças +/-2%) entre o valor do EBITDA apurado com dados da Economatica e o valor do EBITDA Original divulgado.

10) Confrontar as variáveis e os dados das duas etapas anteriores, visando identificar todas as variáveis divergentes e os valores com diferenças significativas (+/-2%) entre as duas fontes.

11) Evidenciar os tipos de erros cometidos pelas companhias em tabelas e/ou figuras, classificando-os em dois tipos não excludentes: “Erro de coleta de dados das DC pela companhia” (Erro Tipo 1); e “Erro nas variáveis da conciliação pela companhia” (Erro Tipo 2).

12) Evidenciar a distribuição das companhias da amostra entre EBITDA compatíveis e incompatíveis ao longo dos anos, bem como distinguir as incompatibilidades entre superavaliação e subavaliação.

4 Resultados e Análises

4.1 Identificação dos EBITDA incompatíveis

Conforme os critérios estabelecidos no capítulo de procedimentos metodológicos, foi formada uma amostra de 35 companhias. Constatou-se que para cinco companhias inicialmente analisadas houve divergências entre os dados obtidos na Economatica e coletados diretamente nas DC publicadas pelas entidades. Essas divergências levaram ao falso diagnóstico inicial de incompatibilidade dos EBITDA. Após a análise, tais companhias foram excluídas da amostra final – essa situação é classificada na pesquisa como Erro Tipo 0, conforme abordado nos procedimentos metodológicos. A variável na qual ocorreram essas divergências foi apenas Depreciações, Amortizações e Exaustões (DAE), referentes aos anos de 2019 e 2020.

Na Figura 1 são sintetizados os dados sobre as classificações dos EBITDA divulgados pelas companhias, em comparação com os valores apurados nesta pesquisa, conforme a metodologia da CVM.

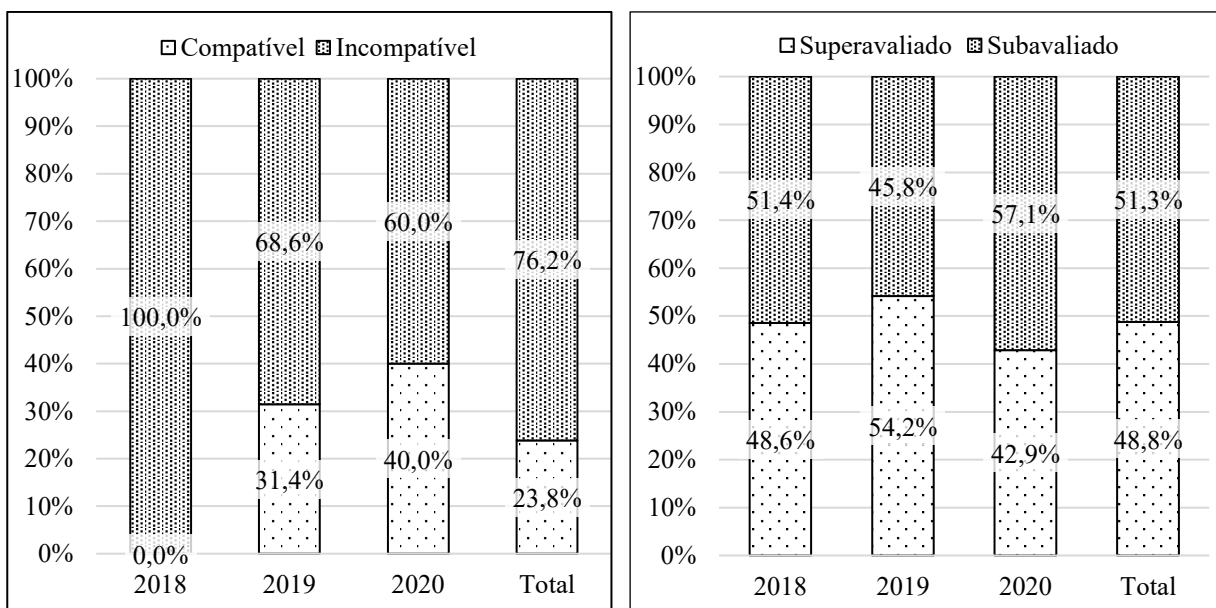


Figura 1 Distribuições das compatibilidades e dos tipos de incompatibilidades nos EBITDA Originais divulgados pelas companhias da amostra – 2018 a 2020.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observou-se que entre as companhias da amostra predominaram incompatibilidades nos EBITDA Originais divulgados referentes a todos os anos. Em referência ao primeiro ano (2018), todas as companhias estavam incompatíveis, pois este era um dos critérios de seleção da amostra. Referente aos anos de 2019 e 2020, a taxa de incompatibilidade dos EBITDA caiu para 68,6% e 60,0%, respectivamente. Isso evidencia que parte dos erros que causaram incompatibilidades foram corrigidos nos anos seguintes, reduzindo as incompatibilidades em 40,0%.

Quanto à persistência dos erros entre os anos, das 35 companhias da amostra, todas com EBITDA incompatíveis referentes ao 1º ano: 19 (54,3%) se mantiveram incompatíveis nos dois anos seguintes; 7 (20,0%) tiveram incompatibilidade em apenas um dos anos seguintes; e 9 (25,7%) passaram a ser compatíveis nos dois anos seguintes.

No que tange aos tipos de incompatibilidades, observa-se que, no conjunto dos 3 anos, predominaram subavaliações dos EBITDA Originais, com 51,3% dos casos, tendo mínima de 45,8% em 2019 e máxima de 57,1% em 2020. Assim, a maior parte das companhias divulgou EBITDA com valores supostamente menores do que os devidos, com exceção referente a 2019.

Quanto à persistência dos tipos de incompatibilidades entre os anos, das 35 companhias da amostra, sendo 18 (51,4%) subavaliados e 17 (48,6%) superavaliados referentes ao 1º ano: 6 (17,1%) se mantiveram com EBITDA superavaliados nos dois anos seguintes; 7 (20,0%) se mantiveram com EBITDA subavaliados nos dois anos seguintes; e 22 (62,9%) tiveram mudanças para outro tipo de incompatibilidade ou para a compatibilidade do EBITDA.

4.2 Identificação dos motivos das incompatibilidades

A Tabela 2 contém a distribuição de frequências das causas das incompatibilidades nos EBITDA.

Tabela 2

Distribuições de frequências das causas das incompatibilidades nos EBITDA divulgados pelas companhias – 2018 a 2020

Causas das incompatibilidades nos EBITDA (tipos de erros)	Ocorrências por ano ^c						Total acumulado de ocorrências	
	2018		2019		2020		N.º	%
	N.º	%	N.º	%	N.º	%		
Erro de coleta de dados das DC pela cia ^a	35	64,8%	24	64,9%	21	65,6%	80	65,0%
Erro nas variáveis da conciliação pela cia ^b	19	35,2%	13	35,1%	11	34,4%	43	35,0%
Totais	54	100,0%	37	100,0%	32	100,0%	123	100,0%

Nota. ^a Erro Tipo 1 – A companhia empregou valores incorretos na conciliação: alterou dados ou errou na transcrição de valores constantes em suas DC, inclusive em sinais. ^b Erro Tipo 2 – A companhia errou na conciliação devido à inclusão ou à exclusão indevida de variáveis (fora do definido pela CVM). ^c Pode haver mais ocorrências do que o total da amostra, visto que cada companhia pode ter cometido um ou os dois tipos erros a cada conciliação do EBITDA.

Fonte: *Dados da pesquisa.*

A Figura 2 apresenta as distribuições de frequência para esses dois erros.

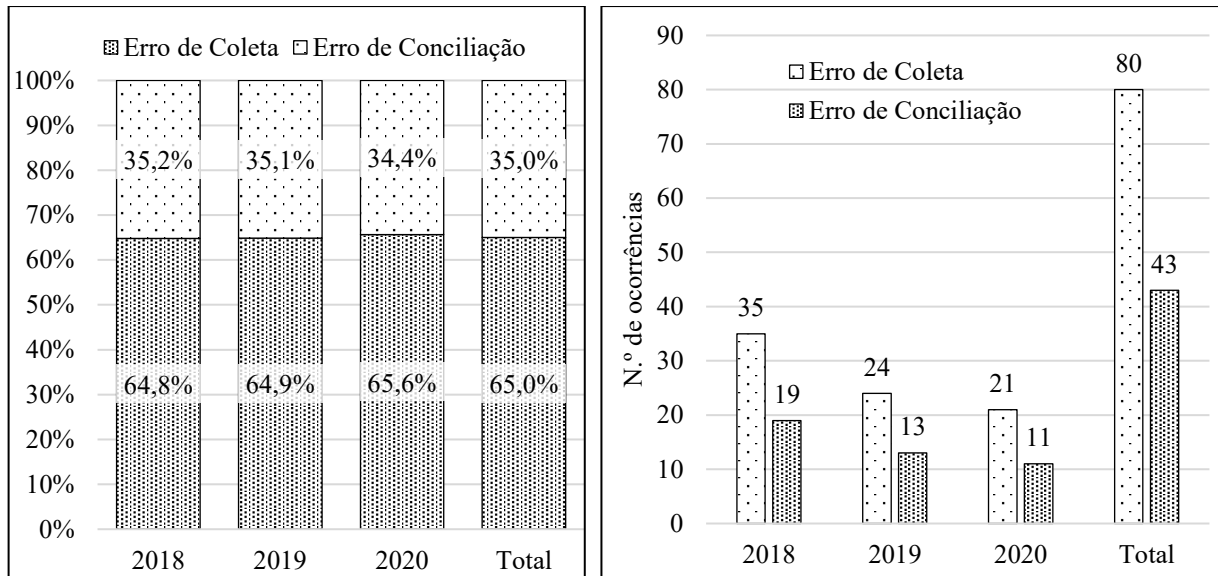


Figura 2 Distribuições dos erros causadores das incompatibilidades nos EBITDA divulgados pelas companhias da amostra – 2018 a 2020.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que houve um decréscimo numérico nas ocorrências de todos os tipos de erros entre 2018 e 2020, de 54 para 32, respectivamente.

Nota-se que predominaram erros de coleta nos dados, que representam 65,0% das ocorrências totais de erros nos 3 anos, contra 35,0% de erros decorrentes das variáveis que as companhias empregaram indevidamente nas conciliações dos EBITDA Originais.

4.3 Identificação das variáveis que afetaram as apurações

A pesquisa analisou cada uma das variáveis que as companhias empregaram em suas apurações dos EBITDA Originais por meio das conciliações divulgadas. Foram confrontadas: as variáveis empregadas com aquelas da fórmula baseada em definição da CVM; e os valores monetários empregados com os coletados diretamente nas DC divulgadas pelas companhias.

Com base nisso, foram contadas em quantas variáveis cada companhia incorreu em algum tipo de erro, que poderiam ser até cinco para cada conciliação, conforme estabelecido no capítulo de metodologia. Na Tabela 3, esses resultados são sintetizados.

Tabela 3

Distribuições de frequências do número de variáveis com diferenças significativas nos valores constantes nas conciliações dos EBITDA divulgados pelas companhias da amostra – 2018 a 2020

Número de variáveis com erro ^a	Ocorrências por ano						Total acumulado de ocorrências	
	2018		2019		2020			
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
1 variável	19	54,3%	12	50,0%	12	57,1%	43	53,8%
2 variáveis	5	14,3%	5	20,8%	2	9,5%	12	15,0%
3 variáveis	5	14,3%	4	16,7%	4	19,0%	13	16,3%
4 variáveis	4	11,4%	3	12,5%	3	14,3%	10	12,5%
5 variáveis	2	5,7%	0	0,0%	0	0,0%	2	2,5%
Totais	35	100,0%	24	100,0%	21	100,0%	80	100,0%

Nota. ^a Número de variáveis com diferenças significativas (>2% ou <-2%) entre os dados das DC e os empregados pelas cias nas conciliações dos EBITDA Originais divulgados.

Fonte: *Dados da pesquisa.*

A partir da Tabela 3, observou-se que predominaram erros em apenas uma variável nas conciliações das companhias. Mais de 50% das ocorrências em todos os anos tiveram apenas uma variável considerada errada, ou seja, com inclusão ou exclusão indevida e/ou com valores significativamente divergentes. Isso indica que os problemas foram, na maioria, pontuais, ligados a poucas contas com dados divergentes.

Visando entender melhor essas variáveis com erros, foi identificada a principal variável causadora das incompatibilidades dos EBITDA Originais divulgados, ou seja, aquela cujo valor divergente mais impactou indevidamente na superavaliação ou subavaliação do indicador em cada divulgação. Esses resultados são sintetizados na Tabela 4.

Tabela 4

Distribuições de frequências das variáveis predominantes nas diferenças significativas nos valores constantes nas conciliações dos EBITDA divulgados pelas companhias da amostra – 2018 a 2020

Variáveis predominantes ^a	Ocorrências por ano						Total acumulado de ocorrências	
	2018		2019		2020			
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Resultado Líquido do Período (RLP)	7	20,0%	4	16,7%	5	23,8%	16	20,0%
Tributos sobre o Lucro (TL)	1	2,9%	0	0,0%	0	0,0%	1	1,3%
Resultado Financeiro (RF)	6	17,1%	4	16,7%	4	19,0%	14	17,5%
Depreciações, Amortizações e Exaustões (DAE)	12	34,3%	10	41,7%	7	33,3%	29	36,3%
Outras Variáveis Não Previstas (Outras)	9	25,7%	6	25,0%	5	23,8%	20	25,0%
Totais	35	100,0%	24	100,0%	21	100,0%	80	100,0%

Nota. ^a Número de variáveis com diferenças significativas (>2% ou <-2%) entre os dados das DC e os empregados pelas cias nas conciliações dos EBITDA Originais divulgados.

Fonte: *Dados da pesquisa.*

A partir da Tabela 4, verificou-se que as variáveis com maiores expressividades nas incompatibilidades dos EBITDA foram: DAE, em 36% dos casos totais; Outras, em 25% dos

casos; RLP, em 20%; e RF, em 18% dos casos. A variável TL teve uma única ocorrência referente a 2018, representando 3% naquele ano e 1% no total dos anos.

No que se refere à variável “Outras”, as contas consideradas indevidamente nas conciliações dos EBITDA Originais estavam relacionadas a: resultado *hedge*; provisão de perdas; *Impairment*; impostos, depreciação, amortização e resultados financeiros de operações descontinuadas; participações estatutárias, de acionistas e de empregados; variações monetárias e encargos financeiros; e despesas apropriadas ao custo.

4.5 Discussão dos resultados

As inferências indicam que o tipo de incompatibilidade de subavaliação foi mais recorrente em 2018 e 2020, enquanto a superavaliação predominou referente a 2019. Em decorrência de tais constatações, observou-se que, independentemente do tipo de incompatibilidade, a causa mais relevante era a de erro na coleta dos dados das variáveis divulgadas nas DC por parte das companhias. Isso significa que apesar de os nomes das variáveis empregadas na conciliação estarem de acordo com o estabelecido pela CVM, os valores utilizados eram divergentes daqueles constantes nas DC das entidades.

A partir da análise do número de variáveis com diferenças significativas entre os valores utilizados na conciliação e aqueles divulgados nas DC, observou-se que predominaram erros em apenas uma variável nas conciliações das companhias – menos da metade das companhias erraram em duas ou mais variáveis em qualquer dos anos.

A variável com o maior número de ocorrência de erros foi Depreciações, Amortizações e Exaustões (DAE), representando 34,3% das diferenças encontradas em 2018, 41,7% em 2019 e 33,3% em 2020. Este achado corrobora o estudo de Rozenbaum (2017), que concluiu que o aumento do desempenho operacional, neste caso medido pelo EBITDA, se dá com a atribuição de grandes despesas com depreciação, amortização e exaustão, sendo a despesa mais significativa acrescida na apuração do indicador. Desta forma, boa parte das subavaliações podem ser explicadas pela soma da variável DAE em valor inferior ao correto, enquanto as superavaliações podem ser explicadas pelo valor adicionado por tal variável ser maior do que o correto.

Inferre-se que as subavaliações do EBITDA podem indicar simples erro metodológico na apuração do indicador, pois as companhias não obtêm benefícios aparentes em divulgar um desempenho menor do que a realidade. Este resultado destoia do esperado em casos de incompatibilidade do indicador, o que pode ser analisado de forma aprofundada em estudos futuros, visando identificar as razões desta diferença. Entretanto, uma possível justificativa está relacionada à prática de suavização dos resultados, como forma de manipular os ganhos para manter o lucro estável, aumentando a previsibilidade dos analistas, e atingir objetivos ocultos dos gestores (Sousa, Feltes, Meurer, & Ribeiro, 2022). Isso reforça a necessidade de estudos práticos que demonstrem a correta forma de apuração de maneira didática, que é o foco de órgãos como o *Financial Reporting Council* (2013), *European Securities and Markets Authority*, (2015) e *International Organization of Securities Commissions* (2016).

Quanto aos casos de superavaliações verificadas nos três anos, principalmente referente a 2019, estas podem ser explicadas pelo incentivo à gestão da entidade em divulgar o EBITDA de maneira a evidenciar resultados melhores do que a concorrência. Todavia, ao longo do tempo, isso pode atrair novos concorrentes ao mercado, conforme observado por Isidro e Marques (2020).

Além disso, a superavaliação poderia ser explicada pela pretensão dos gestores em aparentar atender ou superar o *benchmark* verificado pelos analistas, conforme evidenciado por

Walker e Louvari (2003), Lougee e Marquadt (2004), Black e Christensen (2009) e Isidro e Marques (2015). Isso corrobora a afirmativa de Miller (2009), Marques (2010) e Doyle *et al.* (2013), de que existe oportunismo na divulgação de informações voluntárias, o que se torna preocupante acerca do nível de confiança destas divulgações (Andrade, & Murcia, 2019).

Quanto aos erros de apuração, Berger (2005), Bradshaw (2003) e Christensen (2007) afirmam que a confiança em inferências realizadas em períodos anteriores pode ser afetada quando identificado erro metodológico nos períodos posteriores. Entretanto, tais autores não compreendem totalmente qual a real influência em inferências anteriores. Além disto, Beyer Cohen, Lys e Walther (2010) afirmam que estes erros impossibilitam esclarecer se os *stakeholders* são, de fato, melhor informados por medidas não GAAP.

Adicionalmente, os erros em métricas de desempenho não GAAP indicam 37% de erro de medição na pesquisa de Bradshaw *et al.* (2018), com base nas entidades que possuíam dados constantes no *Center for Research in Security Prices* (CRSP) que apuraram ganhos não GAAP de 2004 a 2015. Resultado este abaixo do encontrado na presente pesquisa, que houve 65% de erro metodológico nos anos analisados. Mesmo assim, tais autores concluíram que os investidores ainda preferem as medidas não GAAP, independentemente dos erros de medição.

5 Considerações Finais

A partir do objetivo estabelecido no início da presente pesquisa, constatou-se que o tipo de descumprimento da Instrução CVM n. 527 (2012) mais recorrente da amostra foi a de erro na coleta dos dados por parte das companhias, que empregaram na conciliação do EBITDA Original valores divergentes daqueles divulgados nas suas próprias demonstrações contábeis.

Essas constatações foram aprofundadas com a identificação de quais variáveis acarretaram maiores erros nas conciliações do EBITDA Original divulgadas pelas entidades. Os dados indicaram que nos três anos analisados a variável com maior número de ocorrências de erro era a referente à DAE (36,3% do total), que consistiam em erro de coleta (Erro Tipo 1). Além da DAE, foram identificadas diferenças expressivas relacionadas a utilização de outras variáveis não previstas na metodologia da CVM para apuração do EBITDA Original, representando 25,0% do total, que consistia em erro nas variáveis de conciliação.

Destaca-se que 31,4% e 40,0% das companhias da amostra apresentaram um EBITDA compatível em 2019 e 2020, respectivamente, demonstrando melhora na apuração do indicador, quando comparado ao ano inicial da amostra, 2018 (100% incompatível).

Assim, medidas de desempenho não GAAP, entendidas como aquelas baseadas em dados não contábeis ou em dados contábeis ajustados, como o EBITDA, são difundidos mundialmente junto a investidores e analistas para a análise dos resultados das empresas. Por isso, tais medidas guardam o risco de sofrer com erros e manipulações por parte dos gestores das entidades emitentes. Neste sentido, o estudo contribuiu no âmbito prático, pois demonstrou quais erros as companhias efetivamente cometeram ao apurar e demonstrar suas conciliações de EBITDA, referentes à 2018, 2019 e 2020. Ainda, supre lacuna acadêmica referente ao EBITDA em si, já que mesmo com a literatura crescente relacionada às divulgações não GAAP, o indicador tem recebido pouca atenção (Carvalho, 2014; Rozenbaum, 2017).

Cabe ressaltar que houve algumas divergências entre os dados constantes na base da Economatica em comparação aos observados diretamente nas DC das entidades. As companhias afetadas foram excluídas da amostra por ter havido falso diagnóstico inicial de incompatibilidades do EBITDA Original. Entretanto, esses casos foram isolados e constatou-se que os dados da Economatica foram substancialmente válidos e úteis para grandes amostras.

Quanto às limitações da presente pesquisa, destaca-se o aspecto temporal, que restringe os resultados ao período de três anos analisados, 2018 a 2020, considerado um dos motivos que impede generalizações quanto às conclusões. Nesse sentido, sugere-se para pesquisas futuras ampliar o horizonte temporal, por meio de um maior número de anos sob observação, visando verificar alguma tendência das entidades em reportarem o indicador com viés de incompatibilidade. Isso também permitiria acompanhar se o erro mais recorrente continua sendo o erro de coleta das variáveis (Erro Tipo 1), e se a variável de maior impacto segue sendo a DAE e por quê.

Associado a isso, sugere-se ainda analisar a evolução histórica das incompatibilidades e das variáveis que mais impactaram as divergências desde a vigência da Instrução CVM n. 527 (2012). Por fim, sugere-se a elaboração de uma pesquisa qualitativa, com entrevista com analistas de mercados acerca da percepção dos mesmos quanto às divergências observadas na apuração e divulgação do EBITDA, de maneira a observar se esta ocorrência é conhecida pelos usuários da informação, e se impacta na avaliação do desempenho das entidades.

Referências

- Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609. doi: 10.2307/2978933
- Andrade, G. V., & Murcia, F. D. (2019). Uma análise crítica sobre os ajustes adicionais considerados nas divulgações da medida não GAAP “EBITDA ajustado” em relatórios de companhias listadas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 13(4), 469-486. doi: 10.17524/repec.v13i4.2412
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173-204. doi: 10.1016/S0165-4101(02)00045-9
- Berger, P. (2005). Discussion of “are investors misled by ‘pro forma’ earnings?”. *Contemporary Accounting Research*, 22(4), 965-976. doi: 10.1111/j.1911-3846.2005.tb00308.x
- Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., & Walther, B. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.10.003
- 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 & Economics*, 36(1-3), 285-319. doi: 10.1016/j.jacceco.2003.06.001
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2007). Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review*, 82(3), 581-619. doi: 10.2308/accr.2007.82.3.581
- Black, E. L. (2016). The ethical reporting of non-GAAP performance measures. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 7-11. doi: 10.1590/1808-057x201690090

- Black, E. L., Christensen, T. E., Joo, T. T., & Schmardebeck, R. (2017). The relation between earnings management and non-GAAP reporting. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 750-782. doi: 10.1111/1911-3846.12284
- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T., & Whipple, B. C. (2018). Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(3-4), 259-294. doi: 10.1111/jbfa.12298
- Black, D. E., & Christensen, T. E. (2009). US managers' use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 297-326. doi: 10.1111/j.1468-5957.2009.02128.x
- Bradshaw, M. (2003). A discussion of "assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 321-335. doi: 10.1016/j.jacceco.2003.09.002
- Bradshaw, M. T.; Christensen, T. E.; Gee, K. H., & Whipple, B. C. (2018). Analysts' GAAP earnings forecasts and their implications for accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 66(1), 46-66. doi: 10.1016/j.jacceco.2018.01.003
- Carvalho, V. J. R. (2014). *Das razões da utilização do EBITDA por profissionais de mercado: Uma contribuição prática*. Dissertação de Mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo. Recuperado de <https://dspace.mackenzie.br/handle/10899/26303>
- Christensen, T. (2007). Discussion of "letting the 'tail wag the dog': The debate over GAAP versus street earnings revisited". *Contemporary Accounting Research*, 24(3), 741-762. doi: 10.1111/j.1911-3846.2007.tb00122.x
- Cornejo-Saavedra, E., & Diaz, D. (2006). Medidas de Ganancia: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo. *Revista Economía y Administración*, 1(1) 36-40. Recuperado em 12 junho, 2022, de <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/127394/153%20Cornejo-Diaz.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Deephouse, D., & Carter, S. (2005). An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of Management Studies*, 42(2), 329-360. doi: 10.1111/j.1467-6486.2005.00499.x
- Diniz, N. (2015). *Análise das demonstrações financeiras* (1a ed.). Rio de Janeiro, RJ: SESES.
- 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(1), 40-56. doi: 10.1016/j.jacceco.2013.03.002
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181-235. Recuperado em 01 fevereiro, 2022, de https://econpapers.repec.org/article/eeejaecon/v_3a32_3ay_3a2001_3ai_3a1-3_3ap_3a181-235.htm

Entwistle, G., Feltham, G., & Mbagwu, C. (2006). Misleading disclosure of pro forma earnings: An empirical examination. *Journal of Business Ethics*, 69, 355-372. doi: 10.1007/s10551-006-9095-4

European Securities and Market Authority. (2015). *ESMA guidelines on alternative performance measures*. Recuperado em 14 maio, 2022, de <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>

Financial Reporting Council. (2013). *Feedback statement thinking about disclosures in a broader context*. Recuperado em 14 maio, 2022, de <https://www.frc.org.uk/getattachment/332a8350-c717-45c5-8549-e39e5db05c78/Disclosure-framework-Feedback-statement-Draft-FINAL-25-June-2013.pdf>

Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. *Journal of Business Finance and Accounting*, 44(3-4), 448-479. doi: 10.1111/jbfa.12238

Heflin, F., & Hsu, C. (2008). The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 349-365. doi: 10.2139/ssrn.494882

Instrução CVM n. 527, de 4 de outubro de 2012. (2012). *Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR*. Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 12 janeiro, 2022, de <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst527.pdf>

International Accounting Standards Board. (2022). *Primary Financial Statements*. Recuperado em 21 maio, 2022, de <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/primary-financial-statements/>

International Organization of Securities Commissions. (2016). *Statement on non-GAAP financial measures*. Recuperado em 19 maio, 2022, de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>

Isidro, H., & Marques, A. (2015). The role of institutional and economic factors in the strategic use of non-GAAP disclosures to beat earnings benchmarks. *European Accounting Review*, 24(1), 95-128. doi: 10.1080/09638180.2014.894928

Isidro, H., & Marques, A. (2020). Industry competition and non-GAAP disclosures. *Accounting and Business Research*, 51(2), 156-184. doi: 10.1080/00014788.2020.1798209

Johnson, A., Percy, M., Clarke, P. S., & Cameron, P. (2014). The impact of the disclosure of non-GAAP earnings in Australian annual reports on non sophisticated users. *Australian Accounting Review*, 24(3), 207-217. doi: 10.1111/auar.12034

Kistner, S. P., & Platt Neto, O. A. (2020). Características corporativas sobre a divulgação voluntária do EBITDA pelas companhias listadas na B3 em 2018. *Revista Conhecimento Contábil*, 10(2), 89-110. doi: 10.31864/rcc.v10i2.2686

- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of 'pro forma' earnings. *The Accounting Review*, 79(3), 769-795. doi: 10.2308/accr.2004.79.3.769
- Malone, L., Tarca, A., & Wee, M. (2016). IFRS non-GAAP earnings disclosures and fair value measurement. *Accounting & Finance*, 56(1), 59-97. doi: 10.1111/acfi.12204
- Maragno, L. M. D., Borba, J. A., & Fey, V. A. (2014). Como as empresas mais negociadas no BM&FBOVESPA divulgam o EBITDA? *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(1), 58-79. doi: 10.12979/8194
- 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(2), 119-131. doi: 10.1016/j.bar.2010.02.004
- Marques, A. (2017). Non-GAAP earnings: International overview and suggestions for research. *Meditari Accountancy Research*, 25(3), 318-335. doi: 10.1108/MEDAR-04-2017-0140
- Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: Abordagem gerencial* (7a ed.). São Paulo, SP: Editora Atlas.
- Matsumoto, D. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483-514. Recuperado em 12 junho, 2022, de <https://www.jstor.org/stable/3068885>
- Mey, M. T. (2019). *Investigating the association between the reconciliation quality of EBITDA disclosure by JSE-listed companies and factors associated with opportunistic disclosure*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Stellenbosch, África do Sul. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/10291954.2020.1817268>
- Mey, M. T., & Lamprecht, C. (2020). The many faces of earnings before interest, tax, depreciation and amortisation (EBITDA): Assessing the decision usefulness of EBITDA disclosure by Johannesburg Stock Exchange-listed companies. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 13(1), 1-13. doi: 10.4102/jef.v13i1.488
- Miller, J. S. (2009). Opportunistic Disclosures of Earnings Forecasts and Non-GAAP Earnings Measures. *Journal of Business Ethics*, 89(1), 03-10. doi: 10.1007/s10551-008-9903-0
- 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. doi: 10.1016/S1052-0457(05)18002-3
- Nota Explicativa à Instrução CVM n. 527, de 4 de outubro de 2012. (2012). *Ref: Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR*. Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 12 janeiro, 2022, de <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota527.pdf>

- Oliveira, N. L. (2018). *Efeito da divulgação de relatórios GAAP e não GAAP sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais*. Dissertação de Mestrado, Universidade Brasília, Brasília. Recuperado de <https://repositorio.unb.br/handle/10482/33260?locale=fr>
- Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1), de 2 de dezembro de 2011. (2011). *Apresentação das Demonstrações Contábeis*. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Recuperado em 12 janeiro, 2022, de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2014.pdf
- Richardson, S., Teoh, S. H., & Wysocki, P. D. (2004). The walk-down to beatable analyst forecasts: The role of equity issuance and insider trading incentives. *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 885-924. doi: 10.1506/KHNW-PJYL-ADUB-ORP6
- Rozenbaum, O. (2017). EBITDA and managers' investment and leverage choices. *Contemporary Accounting Research*, 36 (1), 513–546. doi: 10.1111/1911-3846.12387
- Sousa, A. M., Feltes, T., Meurer, R. M., & Ribeiro, A. M. (2022). Efeito da suavização intencional de resultados na persistência dos lucros das empresas brasileiras de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, (41)2, 87-106. doi: 10.4025/enfoque.v41i2.53295
- Verriest, A., Bouwens, J., & Kok, T. de. (2018). The prevalence and validity of EBITDA as a performance measure. *SSRN Electronic Journal*, 4, 1-23. doi: 10.2139/ssrn.3171131
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194. doi: 10.1016/0165-4101(83)90011-3
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00025-8
- Walker, M., & Louvari, V. (2003). The determinants of voluntary disclosure of adjusted earnings per share measures by UK quoted companies. *Accounting and Business Research*, 33(4), 295-309. doi: 10.1080/00014788.2003.9729655
- Webber, N. S., Nichols, D. N., & Street, D. (2013). Non-GAAP adjustments to net income appearing in the earnings releases of the S&P 100: An analysis of frequency of occurrence, materiality and rationale. *Research in Accounting Regulation*, 25(2), 236-251. doi: 10.1016/j.racreg.2013.08.011
- Wiggins, R., & Ruefli, T. (2002). Sustained competitive advantage: Temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance. *Organization Science*, 13(1), 81-105. Recuperado em 14 março, 2022, de <https://www.jstor.org/stable/3086069>