



**Diferenças Entre o Valor do EBITDA Divulgado Pelas SA e o Apurado
Metodologicamente: Estudo de 257 SA Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA**

Valter Luís Barbieri Colombo
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
valtercolombo@outlook.com

Rafael Hoffmann
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
rafaelhoffmann@outlook.com

Orion Augusto Platt Neto
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
orion.platt@ufsc.br

Camila Bolfe
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
camilabolfe@bol.com.br

Resumo

Uma das funções da Contabilidade é fornecer dados financeiros e econômicos para os usuários destes. Os usuários utilizam-se de diversos indicadores para analisar estas informações. Um desses indicadores é o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA). O objetivo deste trabalho é identificar possíveis diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas S.A., em relação ao apurado conforme uma metodologia, no período de 2007 a 2011, entre companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Esta é uma pesquisa de natureza aplicada, com caráter exploratório e descritivo. É utilizada uma abordagem qualitativa e também quantitativa, com procedimentos técnicos bibliográficos e documentais. Das 257 companhias que compõem a amostra deste trabalho, em média 172 apresentam o EBITDA entre 2007 e 2011. Destas, 92 apresentam o cálculo deste indicador. Considerando a média dos cinco anos analisados, 76 SA apresentam o EBITDA compatível com o calculado nesta pesquisa, 97 companhias apresentam indicadores incompatíveis, e 84 não apresentam o indicador em seus relatórios. São considerados compatíveis os indicadores que apresentam diferenças entre 2% e -2% com o calculado nesta pesquisa. Das companhias que apresentam o EBITDA em seus relatórios, em média 27 publicaram indicadores com valor inferior ao calculado, e 69 o publicaram com valor superior ao calculado metodologicamente. Por fim, não foram encontradas peculiaridades setoriais por meio da análise dos dados realizada nesta pesquisa.

Palavras-chave: Divulgação, EBITDA, LAJIDA, Sociedades por Ações.



1 Introdução

Uma das principais funções da Contabilidade é fornecer dados que sirvam de apoio na tomada de decisões, tanto para usuários internos quanto para usuários externos. Uma companhia que necessita de financiamento para suas operações, seja por meio de bancos, financeiras ou novos investidores, pode precisar demonstrar de maneira contábil o tamanho e a capacidade de geração de lucro da mesma.

Segundo Marion (2009), a Contabilidade é uma ciência com o intuito de demonstrar, por meio de dados e relatórios, a situação de uma entidade em determinado momento ou período. Um demonstrativo por si só contém apenas dados desta referida entidade, de modo que cabe ao analista ou usuário da informação decompor estes dados e transformá-los em informações úteis, seja para tomada de decisões ou simplesmente para o conhecimento do usuário.

Segundo Lopes de Sá (2008, p. 13), “**Analisar é tornar uma coisa simples mediante uma decomposição da mesma**; é extrair elementos de um todo, procurando conhecer-lhe as partes. Assim, **analisar é conhecer uma coisa pelos elementos que a compõem**.” [grifos do autor]. Sendo assim, as Demonstrações Financeiras (DFs) obrigatórias podem ser divulgadas com alguns anexos não obrigatórios, que facilitam a análise empresarial e a comparação entre companhias de um mesmo setor, por exemplo.

Um índice com popularidade entre os analistas de mercado é o Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), ou *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), como é mais conhecido. Conforme Savitzky (2009), o EBITDA mostra a lucratividade da companhia e o quanto esta consegue gerar de caixa com suas atividades, uma vez que desconsidera o resultado financeiro, as despesas com depreciação e amortização e os impostos sobre o lucro.

O EBITDA é um indicador opcional nos demonstrativos, mas é divulgado por companhias do mundo todo, além de ser frequentemente citado entre os analistas, por mostrar a lucratividade do negócio. Por não ser obrigatório nas DFs, o EBITDA permaneceu carente de normas legais que regulamentassem seu cálculo e divulgação até o ano de 2012. Este é o ponto de partida para a realização desta pesquisa, que visa focar nas metodologias de cálculo do indicador que podem gerar diferenças que se apresentavam no período anterior à regulamentação.

A falta de regulamentação fez com que as companhias divulgassem este indicador utilizando diferentes metodologias de cálculo, o que compromete a veracidade do índice que, se manipulado, pode apresentar um saldo mais ou menos favorável do que deveria, transmitindo informações distorcidas ao usuário da informação. Assim, a qualidade informacional e a transparência, tão necessárias para a tomada de decisão pelos *stakeholders* no âmbito da governança corporativa, ficam prejudicadas.

Sendo transparência definida como “a acessibilidade, para os *stakeholders*, às informações institucionais referentes a assuntos que afetam seus interesses” (TAPSCOTT; TICOLL, 2005, p. 23), percebe-se a necessidade de que estas informações representem, de fato, a realidade da empresa. A transparência, um dos pilares da governança corporativa (IBGC, 1999), tem como função assegurar a confiança dos investidores para garantir um mercado de capitais forte, sendo que esta confiança está intimamente ligada à credibilidade da informação financeira divulgada pelas empresas (CHANG; SUN, 2009).

Buscando-se identificar possíveis diferenças, geradas pelas diversas formas de cálculo do EBITDA pelas companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), em uma análise comparativa, apresenta-se a seguinte pergunta de pesquisa: *Quais as diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas SA listadas na BM&FBOVESPA*



no período compreendido entre 2007 e 2011, em relação ao apurado conforme uma metodologia amplamente aceita, considerando-se uma amostra setorizada?

Este trabalho tem como objetivo geral identificar quais as diferenças entre o valor do EBITDA divulgado por determinadas Sociedades por Ações (SA) brasileiras, em relação ao apurado conforme uma metodologia amplamente aceita, no período de 2007 a 2011, considerando-se uma amostra setorizada. Para o alcance do objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos: (a) apresentar os conceitos de EBITDA e suas metodologias de apuração, localizados na literatura técnica especializada e nas bases normativas aplicáveis, com vistas a encontrar uma amplamente aceita; (b) identificar, dentre as companhias listadas na BM&FBOVESPA, aquelas que divulgam o EBITDA, formando uma amostra setorizada durante o período compreendido entre os anos de 2007 e 2011; (c) calcular o EBITDA para as SA da amostra, conforme uma metodologia amplamente aceita, demonstrando sua apuração; e (d) apurar eventuais diferenças entre os valores do EBITDA divulgados pelas SA da amostra e os calculados na pesquisa, com atenção a possíveis peculiaridades setoriais.

No contexto empresarial, o trabalho justifica-se por analisar um dos instrumentos de avaliação patrimonial, que pode também servir como apoio na tomada de decisões internas ou para comparação com outras companhias do mesmo setor. No contexto governamental, o trabalho apresenta relevância ao comparar as diversas metodologias utilizadas por diferentes companhias ao calcular o EBITDA, o que expõe a necessidade de uma regulamentação na publicação deste item, o que se confirmou com a publicação da Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro de 2012 que regulamenta o cálculo e a apresentação deste indicador. Por fim, nos contextos acadêmico e científico, o trabalho enriquece as discussões científicas a respeito do tema, apresentando informações que podem ser agregadas a outras pesquisas realizadas sobre o tema em questão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), atualizada pela Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (BRASIL, 2007) e pela Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009 (BRASIL, 2009), no seu art. 176, elenca as Demonstrações Financeiras (DFs) de divulgação obrigatória das SA, sendo elas: Balanço Patrimonial (BP); Demonstração de Lucros ou Prejuízos (DLPA); Demonstração do Resultado do Exercício (DRE); Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC); e Demonstração do Valor Adicionado (DVA), se de capital aberto.

Além dos demonstrativos obrigatórios, ainda existem outras divulgações de caráter voluntário que as empresas optam por divulgar para melhorar a qualidade informativa de suas publicações às partes interessadas. A divulgação facultativa, por sua vez, não é considerada menos importante, visto que complementa a divulgação obrigatória com informações que podem auxiliar o usuário no apoio à tomada de decisões. Nesta linha, encontram-se, por exemplo, o Balanço Social e o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA).

2.1 Conceitos e usos do EBITDA

O EBITDA conceitua-se como um indicador econômico e financeiro, que busca representar a geração de caixa operacional da companhia. Segundo Iudícibus (2010, p. 247), “o EBITDA é uma medida essencialmente operacional, desconsidera os efeitos dos resultados financeiros, assim revelando o potencial da empresa para a geração de caixa operacional”. Conforme corrobora Silva (2010), o cálculo do EBITDA considera as receitas operacionais líquidas, reduzindo-se os custos e despesas operacionais, menos as depreciações e amortizações. Caracteriza-se, assim, a geração de caixa operacional da organização.



Iudícibus (2010) considera o EBITDA um indicador amplamente aceito, que passou a ser analisado na década de 70 nos EUA e posteriormente no Brasil. Seu uso foi intensificado após a redução da inflação, juntamente com o aquecimento do mercado de ações. Em uma tradução literal, EBITDA significa Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (LAJIDA), sendo que neste trabalho será considerado apenas como EBITDA.

A utilização do EBITDA não se restringe, entretanto, a medir a capacidade de geração de caixa operacional das companhias. Segundo Silva (2010, p. 194-195), “para algumas atividades em que as estruturas das empresas possam ser muito parecidas, o EBITDA fornece também uma medida comparativa de desempenho com a concorrência”. Assim, quando comparados os EBITDA de companhias semelhantes, podem ser obtidas informações no que tange ao desempenho das mesmas.

Além de proporcionar comparabilidade entre companhias de atividades semelhantes, o EBITDA pode apresentar-se como instrumento de análise da evolução das companhias ao longo dos anos, quando comparado a períodos anteriores. De acordo com Santi Filho e Olinquevitch (2004, p. 223), “esta tem sido uma forma muito comum de as empresas apresentarem o valor do EBITDA como indicador de melhoria do desempenho nos negócios”.

Alguns autores, apesar da crescente utilização do EBITDA, apresentam resistência e críticas ao indicador. Para Szuster et al. (2008), as principais críticas feitas ao indicador dizem respeito ao fato de ignorar as despesas de depreciação, que correspondem a uma saída de caixa quando da aquisição do imobilizado; fazer com que o gestor não se preocupe com o nível de investimentos, visto que o desempenho não considera as despesas de depreciação; e apresentar o conceito de fluxo de caixa, sendo que a geração de caixa é apresentada na DFC.

Segundo Matarazzo (2010, p. 256), o EBITDA não deve ser utilizado como o único indicador destinado a medir a capacidade de geração de caixa da companhia, visto que seu conceito não é de clara compreensão pelos diversos usuários. Silva (2010, p. 195) complementa os argumentos propostos por Matarazzo, ao afirmar que “(...) não há dúvida de que, se o EBITDA for negativo, é péssimo, porém, se for positivo, não é suficiente para tomarmos qualquer decisão em relação à empresa, seja para compra de suas ações ou para fornecimento de empréstimos”. Tais autores, assim, entendem que o EBITDA pode ser utilizado como instrumento de análise. Todavia, sua utilização deve ser complementada por outros indicadores que reafirmem suas informações, de forma confiável.

2.2 Metodologias de cálculo do EBITDA

As metodologias de cálculo do EBITDA são consideradas controversas por diversos autores, visto que existem modelos de cálculo, mas não existiu, durante o período abrangido por esta pesquisa, nenhuma norma que os regulamentasse. Esta situação fez com que as companhias calculassem o EBITDA de formas diversas, podendo transmitir informações equivocadas aos seus usuários.

O cálculo do EBITDA deve ser composto pelos valores apresentados nas suas DFs, e demonstrado com base na conciliação dos valores constantes nessas demonstrações, de acordo com o art. 3º da Instrução Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n.º 527/2012 (CVM, 2012). Porém, antes desta Instrução ser publicada, diversos autores apresentaram as metodologias de cálculo do indicador que consideraram mais adequadas.

Conforme Bruni (2010, p. 61), o EBITDA “costuma ser calculado a partir do Lajir (Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda) ou Ebit (...). O Lajir corresponde ao lucro na atividade. A sua diferença para o Lajida refere-se apenas à depreciação e amortização”. Neste caso, o EBITDA seria o EBIT acrescido das depreciações e amortizações.



Iudícibus (2010, p. 247) apresenta um modelo para calcular o EBITDA, utilizando-se da estrutura da DRE, conforme demonstrado a seguir.

Tabela 1 – Modelo de cálculo do EBITDA por meio da estrutura da DRE

Apurações	Equação	R\$
Receita Bruta	A	1.600.000,00
Deduções Receita Bruta	B	(160.000,00)
Receita Líquida	$c = a - b$	1.440.000,00
CMV ^[1]	D	(864.000,00)
Lucro Bruto	$e = c - d$	576.000,00
Despesas Operacionais	F	(250.000,00)
(=) EBITDA	$g = a - b - d - f$	326.000,00
Depreciação		(60.000,00)
Receita Financeira		1.500,00
Despesas Financeiras		(52.760,00)
Lucro Bruto		214.740,00
IR + CSLL ^[2]		(59.272,80)
Lucro Líquido		155.467,20

Notas –[1] Custo das Mercadorias Vendidas. [2]Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido.

Fonte: Adaptado de Iudícibus (2010).

Por meio da Tabela 1, que apresenta o modelo proposto por Iudícibus, é possível identificar o EBITDA dentro da DRE, sendo ele caracterizado pelo lucro bruto menos as despesas operacionais. Todos os itens que, segundo o autor, devem ser desconsiderados (depreciação, receitas e despesas financeiras e impostos sobre o lucro - Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social (CSLL) - se encontram após o EBITDA no modelo, portanto não influenciam seu saldo.

Szuster et al (2008) complementa o modelo de cálculo do EBITDA proposto por Iudícibus (2010), apresentando outra forma de chegar ao resultado. Este se realiza partindo-se do lucro líquido da companhia e adicionando a ele os valores de juros (resultado financeiro líquido), impostos, depreciação e amortização deduzidos anteriormente. Este método é chamado de reconciliação do EBITDA com o lucro líquido, conforme exemplo da Tabela 2.



Tabela 2 – Modelo de cálculo do EBITDA por meio da reconciliação com o lucro líquido

Apurações	Equação	R\$
Receita Bruta		1.600.000,00
Deduções Receita Bruta		(160.000,00)
Receita Líquida		1.440.000,00
CMV ^[1]		(864.000,00)
Lucro Bruto		576.000,00
Despesas Operacionais		(250.000,00)
Depreciação		(60.000,00)
Receita Financeira		1.500,00
Despesas Financeiras		(52.760,00)
Lucro Bruto		214.740,00
IR + CSLL ^[2]		(59.272,80)
Lucro Líquido	A	155.467,20
(+) Despesas Financeiras	B	52.760,00
(-) Receitas Financeiras	C	(1.500,00)
(+) IR + CSLL	D	59.272,80
(+) Depreciação	E	60.000,00
(=) EBITDA	$f = a + b - c + d + e$	326.000,00

Notas – [1] Custo das Mercadorias Vendidas. [2] Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido.

Fonte: Adaptado de Iudícibus (2010) com base nos conceitos de Szuster et al (2008).

Como é possível perceber, os dois métodos levaram ao mesmo valor do EBITDA, apesar de os cálculos terem sido apresentados em ordem diferente. Isso acontece porque no primeiro modelo, o EBITDA é apresentado antes das despesas que devem ser desconsideradas no seu cálculo, representando diretamente o lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. No segundo modelo, entretanto, parte-se do lucro líquido adiciona-se a ele os valores que não devem ser considerados na composição do EBITDA.

Analisando-se, por fim, os conceitos defendidos pelos diversos autores, define-se o modelo de cálculo do EBITDA conforme uma metodologia amplamente aceita, utilizado no presente trabalho. O modelo utilizado é o de cálculo do EBITDA por meio da reconciliação com o lucro líquido, proposto por Iudícibus (2010), corroborado por Szuster et al (2008) e Bruni (2010), e reafirmado pela Instrução CVM n.º 527/2012.

3 PROCESSOS METODOLÓGICOS

A pesquisa aqui exposta, considerando a forma de abordagem do problema, considera-se possuidora de abordagens quantitativas e qualitativas. A primeira é encontrada principalmente na análise estatística dos dados coletados das Demonstrações Financeiras (DFs), com o uso do programa de computador *Economatica*, na qual apuram-se diferenças em valor e em percentual. A segunda é encontrada na análise individual de cada setor, bem como no estudo da influência das possíveis diferenças encontradas, e na divisão setorial das companhias.

Considerando-se os objetivos, a presente pesquisa é descritiva e exploratória. Para Gil (1991, p. 46), a pesquisa descritiva tem por objetivo “a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis”. Ainda conforme o mesmo autor (1991, p. 45), a pesquisa exploratória visa “proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses. (...) Envolve levantamento bibliográfico; (...) e análise de exemplos que estimulem a compreensão”. Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, são utilizados métodos bibliográficos e documentais.



Foram agrupadas, inicialmente, todas as companhias listadas Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) no período compreendido entre 2007 e 2011, utilizando-se o programa de computador *Economática*. Somadas, representaram um total de 562 companhias. Em seguida, foram retiradas as companhias que permaneceram inativas em algum dos períodos analisados, bem como as que não calcularam o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), de acordo com o programa de computador *Economática*. Foram eliminadas, por fim, as companhias que não apresentaram as DFs em seus sítios eletrônicos em nenhum dos períodos.

Após as devidas eliminações, restaram 257 companhias, que compuseram a amostra da pesquisa, reunidas em 10 setores econômicos distintos. A amostra foi agrupada de acordo com os setores da BM&FBOVESPA utilizando o programa de computador *Economática*. O número de empresas por setor de atividade consta na Tabela 3.

Tabela 3 – População da pesquisa

Setor	Número de empresas analisadas
Consumo Cíclico	48
Construção e Transporte	38
Utilidade Pública	37
Materiais Básicos	32
Consumo Não-Cíclico	30
Bens Industriais	30
Financeiro e Outros	26
Telecomunicações	8
Tecnologia da Informação	5
Petróleo, Gás e Biocombustível	3
TOTAL	257

Fonte: elaboração pelos autores a partir dos dados coletados no programa de computador *Economática* (2012).

O estudo realizado nesta pesquisa foi desenvolvido em 6 etapas, relatadas a seguir:

1ª etapa: Revisão da literatura acerca do EBITDA, composição e metodologias de cálculo, por meio de material bibliográfico e documental.

2ª etapa: Levantamento das companhias listadas na BM&FBOVESPA que divulgam o EBITDA em seus relatórios e no programa de computador *Economática*.

3ª etapa: Coleta dos dados disponíveis no programa de computador *Economática* e nas DFs publicadas pelas companhias dos setores estudados na pesquisa.

4ª etapa: Sistematização dos dados coletados com o uso do programa de computador Microsoft Excel®.

5ª etapa: Recálculo do EBITDA das companhias analisadas, de acordo com a metodologia de cálculo amplamente aceita, utilizando os dados coletados nas etapas anteriores, por meio do programa de computador Microsoft Excel®.

6ª etapa: Análise comparativa das possíveis divergências encontradas entre os EBITDA publicados pelas companhias e os recalculados pelo autor, observando possíveis peculiaridades setoriais.

4 RESULTADOS

Inicialmente são apresentados os *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) divulgados pelas Sociedades por Ações (SA), coletados na área de relação com investidores dos sítios eletrônicos das companhias. São evidenciados, assim, os

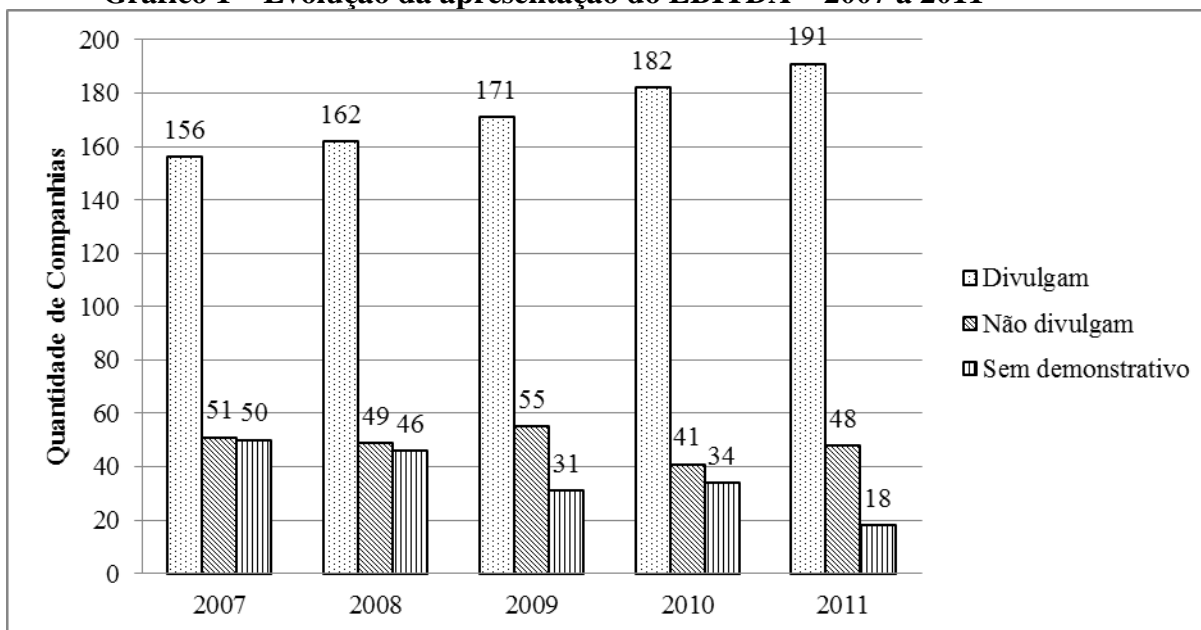


valores apresentados pelas companhias, bem como peculiaridades encontradas ao longo da obtenção dos dados divulgados pelas SA. As companhias analisadas procederam de diferentes formas, no que tange à divulgação do EBITDA. As diferentes formas encontradas foram as seguintes:

- a) apresentar o EBITDA e sua reconciliação, ou seja, o cálculo que demonstra as variáveis que compuseram o total do indicador;
- b) apresentar o EBITDA sem demonstrar o seu cálculo;
- c) mencionar índices que se utilizam do EBITDA na sua composição, mas não apresentar o mesmo no relatório; e
- d) não apresentar nenhuma informação acerca do EBITDA.

O Gráfico 1 evidencia a evolução da apresentação do EBITDA pelas companhias ao longo do período analisado, conforme segue.

Gráfico 1 – Evolução da apresentação do EBITDA – 2007 a 2011



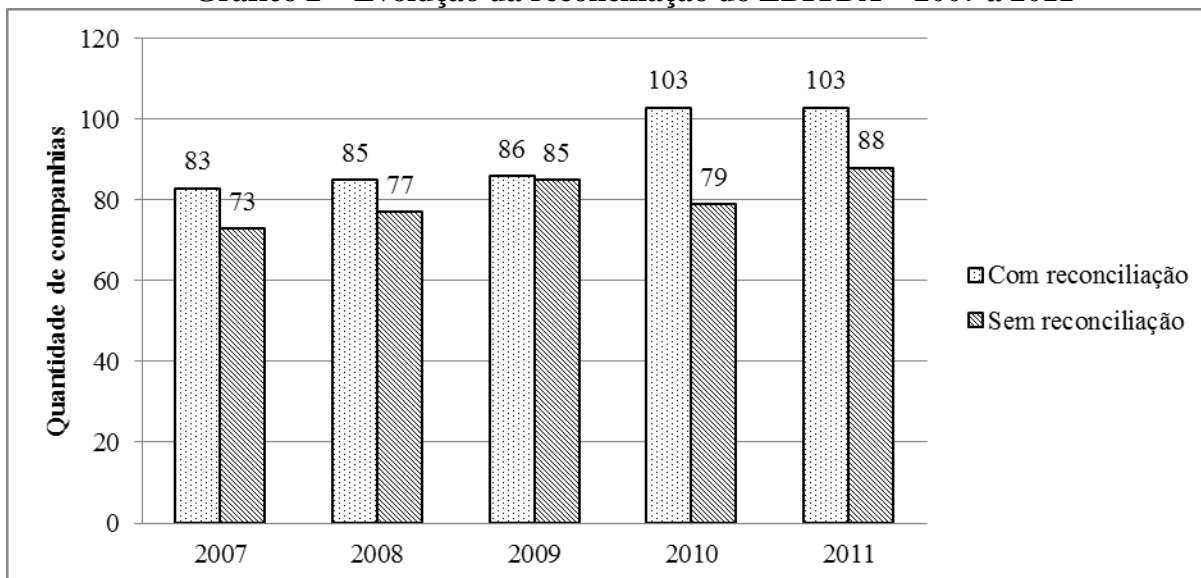
Fonte: dados da pesquisa.

Graficamente, é possível perceber que houve um crescimento ano a ano das companhias que divulgaram o EBITDA dentro de suas Demonstrações Financeiras (DFs) publicadas. No tocante às empresas que não divulgaram o EBITDA dentro das suas DFs, este número permaneceu bastante estável, variando entre 55 (2009) e 41 (2010) empresas. O número de empresas sem DFs publicadas nos sites eletrônicos apresentou uma tendência de queda, começando em 50 no ano de 2007 e terminando o ano de 2011 com apenas 18, o que representa uma evolução na transparência informativa para com os *stakeholders*.

Além de analisar quantas companhias divulgaram o EBITDA e quantas deixaram de divulgá-lo, é importante analisar, dentre as companhias que o publicaram em seus relatórios, quantas apresentaram o indicador acompanhado de reconciliação, isto é, demonstraram as variáveis que compuseram o indicador, e quantas o apresentaram sem nenhuma forma de reconciliação. O Gráfico 2 apresenta essas variáveis, de forma evolutiva. Não são consideradas nesta análise as companhias que não divulgaram suas DFs ou o EBITDA.



Gráfico 2 – Evolução da reconciliação do EBITDA – 2007 a 2011



Fonte: dados da pesquisa.

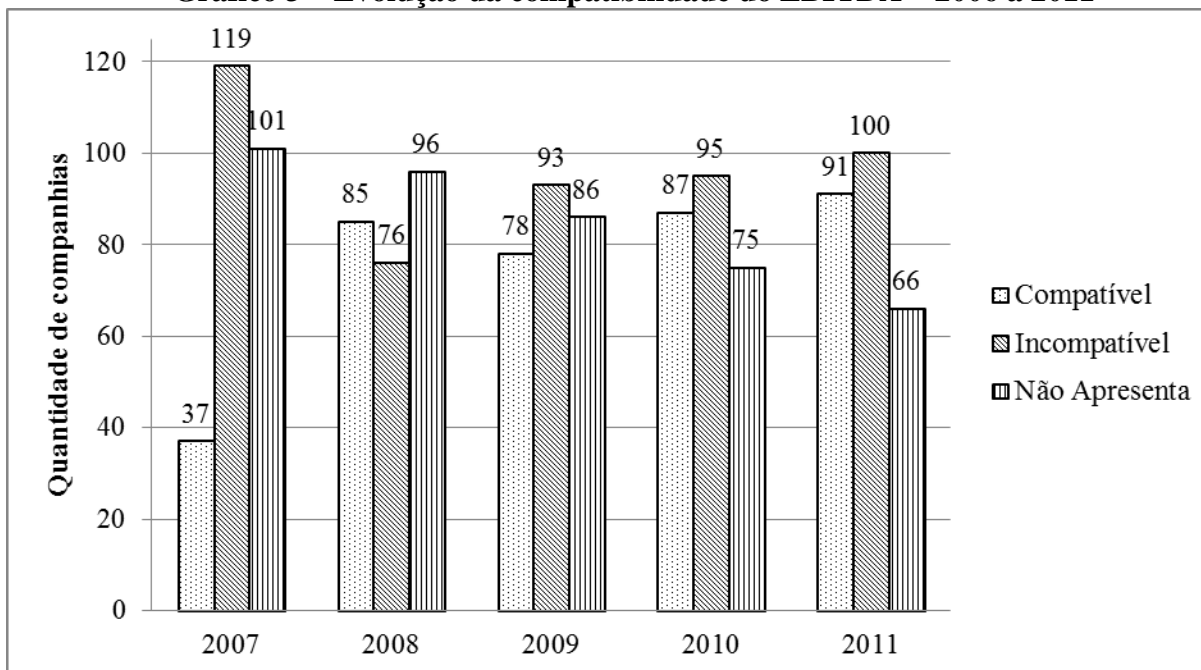
De acordo com o Gráfico 2, houve um aumento no número de empresas que divulgaram o cálculo do EBITDA ao longo dos 5 anos analisados, passando de 83 empresas em 2007 para 103 em 2011. Em termos percentuais, no ano de 2007 aproximadamente 53,2% das empresas que divulgaram o EBITDA em suas DFs o apresentaram com reconciliação, seguido por 52,47% em 2008, 50,29% em 2009, 56,59% em 2010 e 53,93% em 2011. Portanto, apesar do crescimento em termos absolutos, não houve aumento significativo de empresas que divulgaram o EBITDA com reconciliação em relação ao total de empresas apresentaram o indicador. Desta forma, em boa parte das empresas, a confiabilidade acerca do indicador permanece questionável ao longo do período de estudo.

Na sequência, são apuradas as diferenças entre os EBITDA apresentados pelas companhias em seus relatórios e os calculados conforme a metodologia amplamente aceita escolhida nesta pesquisa. Para esta apuração, é necessário estabelecer, previamente, um percentual de tolerância para as diferenças encontradas. Essa tolerância se faz necessária, visto que muitas companhias divulgam o EBITDA utilizando critérios de arredondamento, o que impede uma comparação exata do indicador com o calculado na pesquisa. O percentual de tolerância visa, assim, eliminar diferenças de arredondamento, que não podem ser consideradas diferenças de cálculo entre os indicadores.

Na apuração de resultados deste trabalho, são considerados compatíveis os EBITDA que possuem até 2%, positivo ou negativo, de diferença em relação ao calculado pelos pesquisadores, sendo as demais variações consideradas incompatíveis. Esta escolha é arbitrária e partiu do entendimento dos pesquisadores de que seria uma variação aceitável, que não comprometeria a tomada de decisão dos *stakeholders*. O Gráfico 3, demonstra a evolução da apresentação do EBITDA pelas companhias participantes da amostra ao longo dos anos segundo sua compatibilidade.



Gráfico 3 – Evolução da compatibilidade do EBITDA – 2006 a 2011



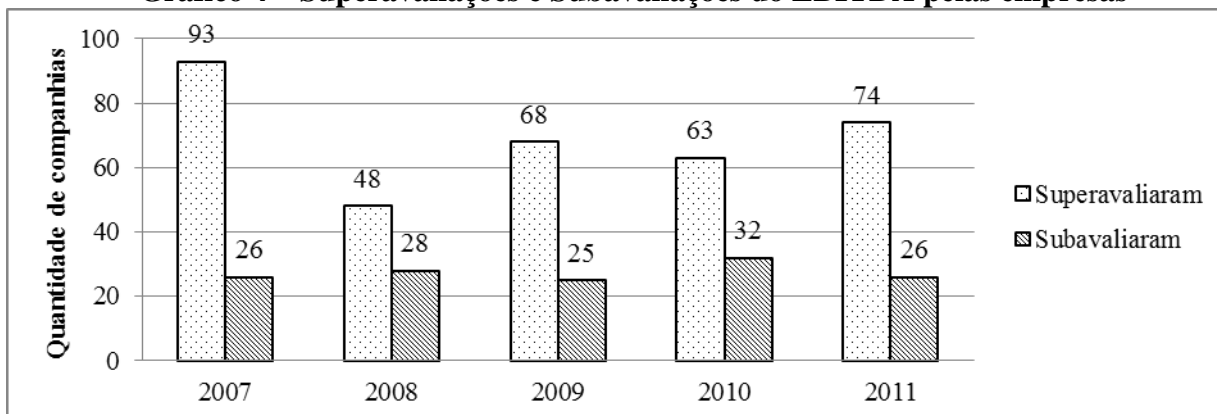
Fonte: dados da pesquisa.

O que se observa no Gráfico 3 é que, na maioria dos anos analisados, o número de empresas com EBITDA compatível, ou seja, com EBITDA variando em até 2% para mais ou para menos do calculado pelos pesquisadores, é menor do que o número de empresas com indicador incompatível. Nesta linha, percebe-se que, em 2007, 85,6% das 257 empresas estudadas não divulgavam o EBITDA ou divulgavam o indicador de forma incompatível com o calculado metodologicamente; seguido por 66,93% em 2008; 69,65% em 2009; 66,15% em 2010; e 64,59% em 2011.

A partir destas observações expostas no Gráfico 3, pode-se concluir que a maneira como grande parte das empresas está divulgando o EBITDA, em todos os 5 anos analisados, pode não estar auxiliando à adequada tomada de decisão dos *stakeholders*. Neste sentido, a publicação da Instrução Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n.º 527/2012 poderá trazer um fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, caso esta diferença seja reduzida. Para melhor compreender a distribuição da apresentação do EBITDA pelas empresas, as incompatibilidades foram separadas em superavaliações e subavaliações do indicador apresentadas no Gráfico 4.



Gráfico 4 – Superavaliações e Subavaliações do EBITDA pelas empresas



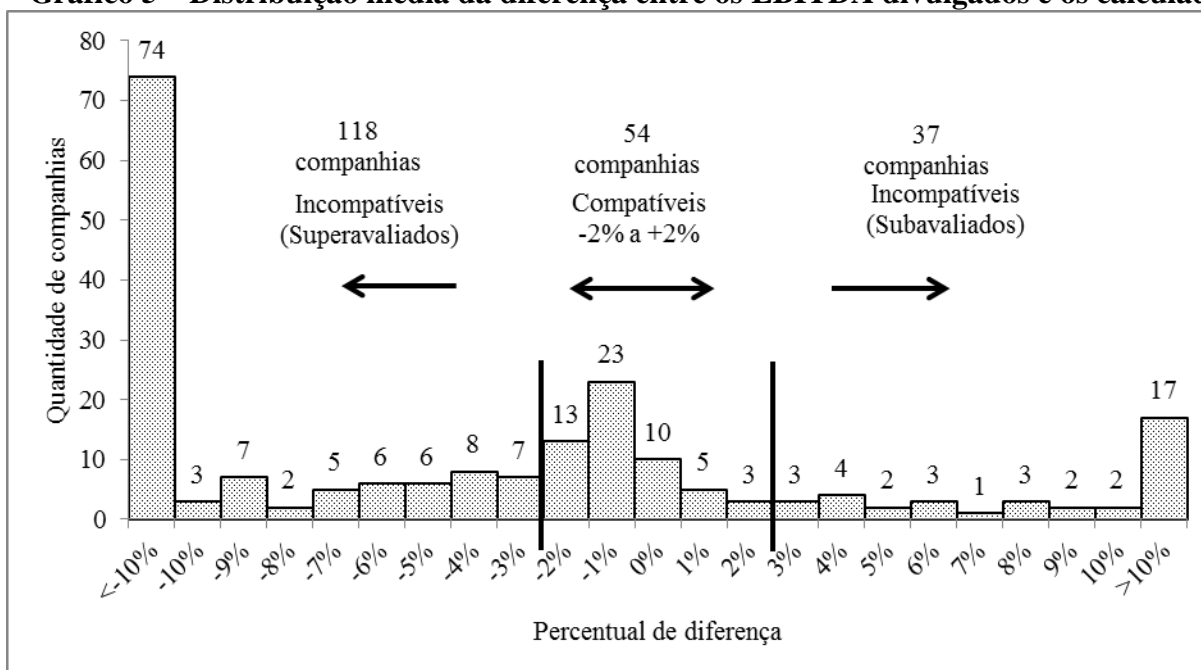
Fonte: dados da pesquisa.

Ao observar o Gráfico 4 percebe-se que, considerando os valores de EBITDA incompatíveis em todos os anos analisados, a quantidade de empresas que divulgaram o EBITDA com valores superavaliados é maior do que o número de empresas que divulgaram o EBITDA subavaliado. Nestes anos, em média, 10,66% de todas as companhias analisadas apresentaram EBITDA com valor inferior ao calculado metodologicamente, enquanto 26,93% das companhias divulgaram o indicador com valor superior ao calculado na pesquisa. Desta forma, infere-se que as empresas tendem a divulgar um EBITDA maior do que o que efetivamente seria calculado, pela metodologia amplamente aceita, no intuito de atrair mais investidores e manter a ideia de que a organização é rentável.

Para compreender a magnitude da incompatibilidade dos EBITDA divulgados pelas empresas, elaborou-se o Gráfico 5, no qual apresentam-se, em média, a magnitude das variações do EBITDA divulgado e do calculado em percentuais de variação.



Gráfico 5 – Distribuição média da diferença entre os EBITDA divulgados e os calculados



Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se, a partir da análise do Gráfico 5, que um grande número de empresas (74), em média dos anos, superavaliavam seus EBITDA divulgados com uma diferença superior a 10% do que seria o valor calculado pela metodologia amplamente utilizada. Desta forma, entende-se que o indicador apresentado por boa parte das empresas, nos anos estudados, está inconsistente (mais de 10%) com o efetivo, demonstrando uma situação econômica das organizações, muitas vezes, não condizente com a realidade ou muito distantes dela.

Para realizar uma análise setorial, elaborou-se a Tabela 4. Este quadro aponta a quantidade de empresas com diferença maior do que 2%, positivas ou negativas, entre o EBITDA apurado nesta pesquisa e o divulgado pelas companhias em cada setor, considerando-se a quantidade de companhias listadas em cada um destes.

Tabela 4 - Número de companhias com EBITDA incompatível por setor

Setor	Total de companhias da amostra	2007	2008	2009	2010	2011	Média de indicadores incompatíveis
Consumo Cíclico	48	26	18	17	21	21	21
Construção e Transporte	38	14	9	18	16	23	16
Utilidade Pública	37	17	9	12	13	9	12
Materiais Básicos	32	16	10	13	16	13	13,6
Consumo Não Cíclico	30	15	11	11	12	13	12,4
Bens Industriais	30	15	11	15	9	12	12,4
Financeiro e Outros	26	10	7	5	4	5	6
Telecomunicações	8	2	0	0	1	1	1
Tecnologia da Informação	5	3	0	2	3	2	2
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3	1	1	0	0	1	1
Total	257	119	76	93	95	100	96,6

Fonte: dados da pesquisa.



Ao observar a Tabela 4, percebe-se que não há um padrão setorial evidente. Todos os setores de atividade econômica da BM&FBOVESPA apresentam indicadores incompatíveis com o cálculo amplamente aceito. Contudo, os setores que tiveram um maior percentual de EBITDA divulgados incompatíveis foram: consumo cíclico (43,75%); construção e transporte (42,1%); Materiais Básicos (42,5%); consumo não cíclico (41,33%); e bens industriais (41,33%).

5 CONCLUSÃO

Este trabalho objetivou identificar diferenças entre o valor do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) divulgado pelas Sociedades por Ações (SA), em relação ao apurado conforme metodologia amplamente aceita, no período de 2007 a 2011, entre as companhias de dez setores listadas na Bolsa de Valores brasileira. Durante os anos estudados, não havia regulamentação do cálculo do EBITDA que as empresas divulgavam de forma espontânea. Assim, as empresas que divulgaram este indicador poderiam calculá-lo de forma não padronizada, o que dificulta a tomada de decisão dos *stakeholders* que se baseiam no EBITDA para tal.

Inicialmente foram apresentados os conceitos e as metodologias de cálculo do EBITDA, visando encontrar uma metodologia amplamente aceita. A metodologia utilizada foi a apresentada por Iudícibus (2010), entre outros autores, que posteriormente foi corroborada pela Instrução Normativa Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n.º 527, de 04 de outubro de 2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações acerca do EBITDA (CVM, 2012).

Na sequência identificaram-se, dentre as companhias listadas na BM&FBOVESPA, aquelas que divulgam o EBITDA, formando uma amostra setorializada durante o período compreendido entre os anos de 2007 e 2011, com a utilização do programa de computador *Economatica*. A partir dos dados coletados, foram calculados os EBITDA para as SA da amostra, conforme metodologia selecionada na pesquisa, e avaliadas as diferenças entre o calculado e o apresentado pelas empresas.

Os resultados da pesquisa revelam que houve um crescimento, nos anos analisados, das companhias que divulgaram o EBITDA dentro das suas Demonstrações Financeiras (DFs) publicadas, passando de 156 empresas em 2007 para 191 em 2011. Houve também um aumento no número de empresas que divulgaram o cálculo utilizado para a evidenciação do EBITDA ao longo dos 5 anos analisados, passando de 83 empresas em 2007 para 103 em 2011. Porém, apesar do crescimento em termos absolutos, não houve aumento significativo de empresas que divulgaram o EBITDA com reconciliação em relação ao total de empresas apresentaram o indicador em suas DFs.

Outro resultado apresentado na pesquisa é que a quantidade de empresas estudadas que não divulgavam o EBITDA, ou divulgavam o indicador de forma incompatível com o calculado metodologicamente, é elevado em todos os anos estudados. Enquadraram-se em alguma destas situações 85,6% das 257 empresas em 2007; seguido por 66,93% em 2008; 69,65% em 2009; 66,15% em 2010; e 64,59% em 2011.

Dentre as empresas que divulgaram o EBITDA de forma incompatível com o calculado, a quantidade de empresas que divulgaram o EBITDA com valores superavaliados é maior do que o número de empresas que divulgaram o EBITDA subavaliado. Desta forma, grande parte dos indicadores divulgados pelas empresas mostram aos seus *stakeholders* uma imagem econômica melhor do que a efetivamente calculada.

Por fim, percebe-se que um grande número de empresas, em média, superavaliavam seus EBITDA divulgados, com uma diferença superior a 10% do que seria o valor calculado pela



metodologia amplamente utilizada. Assim, entende-se que a falta de uma regulamentação para o cálculo e divulgação do EBITDA pelas empresas dificultava a padronização e a tomada de decisão pelos *stakeholders*, sendo que as organizações apresentavam, em muitos casos, indicadores sem fundamentação em metodologia amplamente aceita. Desta forma, a Instrução Normativa n.º 527 da CVM veio para padronizar os procedimentos utilizados pelas empresas e facilitar o acesso a informações equânimes por parte dos interessados.

Para futuros trabalhos sugere-se: analisar individualmente as companhias que divulgaram o EBITDA de forma incompatível para identificar as variáveis utilizadas pelas companhias na composição do indicador; verificar, nos anos seguintes aos analisados neste trabalho de pesquisa, o cumprimento da Instrução CVM n.º 527/2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária do EBITDA; realizar pesquisa semelhante a esta com empresas estrangeiras; e verificar se as empresas com governança corporativa diferenciada da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) apresentam seus EBITDA mais ou menos consistentes com a metodologia.

REFERÊNCIAS

BRASIL. **Lei n.º 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 7 mar. 2012.

_____. **Lei n.º 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 7 mar. 2012.

_____. **Lei n.º 11.941**, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm>. Acesso em: 7 mar. 2012.



BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. São Paulo: Atlas, 2010. 329 p. (Série desvendando as finanças; v. 4)

CHANG, J. C.; SUN, H. L. Crossed-listed foreign firms' earnings informativeness, earnings management and disclosures of corporate governance information under SOX. **The international journal of accounting**, v. 44, p. 1-32, 2009.

CVM. **Instrução CVM n.º 527**, de 04 de outubro de 2012. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Disponível em: . Acesso em: 29 out. 2012.

ECONOMATICA. **Manual do usuário**. Disponível em:

< http://www.economatica.com/support/manual/portugues/Outros_tipos_de_dados.htm>. Acesso em: 24 mai. 2012.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991. 159 p.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Código das Boas Práticas de Governança Corporativa, São Paulo, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 254 p.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 502 p.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 372 p.

SÁ, Antônio Lopes de. **Moderna análise de balanços ao alcance de todos**. 2. ed. Curitiba: Juruá, 2008. 303p.

SANTI FILHO, Armando de; OLINQUEVITCH, José Leônidas. **Análise do demonstrativo de fluxo de caixa: enfoque sobre o EBITDA, sobre o fluxo de caixa operacional e sobre as políticas financeiras**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. 298 p.

SAVYTZKY, Taras. **Análise de balanços: método prático**. 5. ed. Curitiba: Juruá, 2009. 255p.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 518 p.

SZUSTER, Natan et al. **Contabilidade geral: introdução à contabilidade societária**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 503 p.

TAPSCOTT, D.; TICOLL, D. A empresa transparente: como a era da transparência revolucionará os negócios. São Paulo: M. Book do Brasil, 2005.