



A Divulgação Voluntária do EBITDA pelas Companhias Listadas na B3 à Luz da Teoria da Evidenciação Voluntária

Resumo

As divulgações voluntárias podem suprir necessidades informacionais dos usuários e auxiliar seus processos decisórios, preenchendo lacunas deixadas pelas divulgações obrigatórias. Todavia, seu caráter voluntário pode dar margem a divulgações oportunistas por parte das companhias, dentro da faculdade de focar as informações favoráveis e omitir as demais. Neste contexto, o objetivo do presente artigo é identificar como se comportou a divulgação voluntária do EBITDA referente ao ano de 2018, por parte das companhias listadas na B3, em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de pioras dos resultados relativos deste indicador. O universo é composto por todas as 269 companhias listadas na B3 que estavam ativas e aptas à divulgação do EBITDA referentes aos anos de 2018 e de 2017. A amostra abrangeu as 259 companhias (96,3% do universo) que tinham dados disponíveis na *Economatica*® e haviam publicado seus relatórios anuais referentes a 2018. Foram empregadas técnicas estatísticas de associação e de correlação, numa abordagem descritiva e quantitativa. Os resultados da pesquisa refutaram duas das quatro hipóteses formuladas, em referência ao ano estudado. Houve confirmação: da Hipótese 1, que afirma que as companhias com EBITDA positivos os divulgam mais do que aquelas com valores negativos; e da Hipótese 3, que afirma que as companhias com melhores relações entre o EBITDA e o Total do Ativo divulgam mais o indicador do que aquelas com relações menores. Os dados também permitem concluir que as companhias com melhores variações percentuais dos valores dos EBITDA e maiores relações EBITDA/ROL não divulgaram mais o indicador do que aquelas com variações menores, refutando as suposições das Hipóteses 2 e 4, respectivamente.

Palavras-chave: EBITDA; Teoria da Evidenciação Voluntária; Sociedades por Ações.

Linha Temática: Finanças e mercado de capitais.

ORGANIZAÇÃO

CCN





1 Introdução

O presente estudo atua sob a luz da Teoria da Evidenciação Voluntária, proposta por Dye (2001), cuja premissa consiste em que uma entidade só irá divulgar uma informação de caráter facultativo se esta for favorável. Por outro lado, a entidade não divulgará se a informação for considerada desfavorável (Dye, 2001; Verrecchia, 2001). Além disso, segundo Dye (2001), a empresa costuma otimizar a divulgação de uma informação facultativa caso seu concorrente faça o mesmo. Desta forma, o autor (2001) conclui que quando uma informação voluntária não é divulgada, isso significa que a mesma não é favorável à entidade e não reporta um bom resultado.

Uma das divulgações de caráter voluntário que é abrangida pela Teoria da Evidenciação Voluntária é a do EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. O EBITDA é um indicador de desempenho econômico que mede a capacidade de geração de caixa operacional de determinados tipos de empresas. O indicador, expresso em unidades monetárias, permite tanto a análise comparativa entre empresas (mediante índices), quanto a análise evolutiva (monetária e percentual ao longo do tempo).

O EBITDA não está compreendido no corpo das divulgações obrigatórias das companhias no Brasil, o que fez com que não houvesse normatização em termos metodológicos por décadas. Entretanto, em 2012, foi estabelecido um método de cálculo e condições para divulgação voluntária do EBITDA, por meio da Instrução CVM n. 527, padronizando a sua evidenciação.

Isto porque, mesmo com seu caráter facultativo, o EBITDA é considerado um indicador relevante sobre o desempenho empresarial, fazendo parte das métricas não contábeis que o mercado reivindica das companhias, ultrapassando as fronteiras das normas de Contabilidade (Andrade & Murcia, 2019). Por este motivo, os gestores podem divulgar o indicador, de forma voluntária, com a finalidade evidenciar o desempenho e suprir as necessidades informacionais dos usuários (Andrade & Murcia, 2019).

O tema de evidenciação voluntária foi abordado em estudos como os de Rufino e Machado (2015) e de Schipper (2007). Dentre as demais pesquisas abordadas no capítulo 2, pode ser mencionado a de Klann e Beuren (2011), que buscou a relação entre tal evidenciação e a lucratividade das empresas, identificado como o principal fator decisório quanto a divulgar ou omitir a informação de caráter facultativo. Especificamente relacionando o EBITDA com a divulgação voluntária, o estudo de Vieira e Girão (2014) encontrou evidências de que as empresas procuravam demonstrar uma imagem mais positiva ao mercado por meio desse indicador.

Com esta breve contextualização, nota-se que a literatura vem abordando a divulgação voluntária relacionada ao objetivo empresarial de demonstrar melhor situação econômico-financeira. Deste modo, o presente artigo foi guiado pela seguinte questão-problema: *Há maior propensão das companhias em divulgarem seus EBITDA quando estes estão em situação melhor?*

Visando responder tal pergunta, este estudo tem por objetivo identificar como se comportou a divulgação voluntária do EBITDA referente ao ano de 2018, por parte das companhias listadas na B3, em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de pioras dos resultados relativos a este indicador. As melhoras ou pioras se referem tanto às variações em relação ao ano anterior, quanto à situação comparativa, no que tange a todas as demais companhias listadas, quanto aos seguintes aspectos: valores positivos *versus* negativos do indicador; variações do valor em relação ao ano anterior; relação EBITDA/TA; e variação da relação EBITDA/ROL sobre o ano anterior.

A partir de dados sobre a divulgação voluntária formal dos EBITDA referentes ao ano de 2018 por parte das companhias, foi possível, na presente pesquisa, testar relações estatísticas de associação e de correlação entre tal divulgação e: o sinal monetário (positivo ou negativo) do EBITDA; a variação percentual do indicador entre os exercícios de 2017 e 2018; a relação



percentual entre o EBITDA e o Total do Ativo (TA) referente a 2018; e a variação percentual, entre 2017 e 2018, do EBITDA sobre a Receita Operacional Líquida (ROL), referente a 2018. Pesquisas acerca das relações entre as variáveis mencionadas e divulgações corporativas são abordadas no capítulo 2, enquanto as formulações das hipóteses constam no capítulo 3.

Uma das contribuições que este estudo busca atingir está relacionada ao mercado de capitais, em função da abordagem sobre a divulgação do EBITDA pelas companhias de capital aberto brasileiras e o desempenho empresarial, que pode explicar uma tendência (e um alerta) quanto à essa divulgação voluntária. No âmbito acadêmico, busca-se oferecer subsídios para pesquisas futuras sobre o indicador, com abordagem similar, particularmente para viabilizar comparações históricas com análises de outros períodos de referência.

2 Fundamentação teórica

2.1 Divulgações voluntárias e o contexto do EBITDA

Existem três tipos de divulgações sobre as companhias que atendem aos *stakeholders*: as involuntárias (*involuntary disclosure*), ocorrem sem o aval da entidade; as voluntárias (*voluntary disclosures*), realizadas de forma discricionária pela entidade; e as obrigatórias (*mandatory disclosure*), exigidas por normas (DTTI, 1993 como citado por Skillius & Wennberg, 1998).

Em síntese, as divulgações obrigatórias englobam informações exigidas por lei, a serem evidenciadas sobre e pelas próprias companhias (Skillius & Wennberg, 1998). Por outro lado, as evidenciações voluntárias são aquelas divulgadas de forma discricionária pelas entidades (Skillius & Wennberg, 1998). Essa evidenciação possui caráter facultativo e surge da necessidade de as entidades divulgarem seu desempenho de forma diferenciada ao mercado, com informações que possam orientar seus usuários, de maneira a criar valor (Sousa et al., 2014).

Rufino e Machado (2015) afirmam que na divulgação facultativa a companhia prefere realizar a evidenciação das informações com maior riqueza de detalhes e em maior quantidade do que o demandado legalmente. O interesse em aumentar o valor da gestão pode ser uma motivação importante para a ocorrência dessas divulgações voluntárias (Schipper, 2007). Caso a companhia tenha um resultado desfavorável numa informação de caráter facultativo, os gestores podem: evidenciar estes resultados, com o objetivo de deixar os investidores bem-informados; ou optar por não os divulgar, com o objetivo de ocultar a informação desfavorável (Rody et al., 2020).

Nesta linha, Dye (2001), por meio da Teoria da Evidenciação Voluntária, apresenta a premissa central de que a divulgação facultativa só será realizada se o resultado for favorável à entidade. Assim, quando as informações forem desfavoráveis, a tendência é de que a companhia não as evidencie. Quando a divulgação voluntária não acontece, ou ocorre em menor completude, é possível inferir que o desempenho desta companhia não é muito bom (Dye, 2001). Entretanto, as divulgações são otimizadas pelas entidades quando seus concorrentes fazem o mesmo, e vice-versa (Dye, 2001). De acordo com Rufino e Machado (2015), a Teoria afirma que as companhias que possuem bons resultados recebem incentivos para evidenciar tais informações, com a finalidade de evitar a seleção adversa, ou seja, evitar que os *stakeholders* escolham para análise, de maneira incorreta, as informações que não possuem resultados tão positivos para a entidade.

A motivação da divulgação voluntária, alicerçada em diversas teorias com hipóteses testadas, vem sendo pesquisada nos últimos anos (Elfeky, 2017). O EBITDA representa uma informação de caráter facultativo, também abordada em pesquisas sobre divulgação voluntária. Segundo Coelho (2005), o EBITDA tornou-se um indicador notório a partir da década de 1970.

Portanto, o EBITDA é descrito como a maneira de auxiliar a avaliação da empresa como um todo, e de medir o desempenho empresarial relacionado ao fluxo de caixa, demonstrando o potencial de geração de caixa da companhia (Ferreira & Menezes, 2016). Macedo et al. (2012)



corroboraram este entendimento ao afirmarem que o EBITDA reflete a capacidade de geração de caixa operacional das entidades. Por sua vez, Cornejo-Saavedra e Diaz (2006) afirmam que o indicador é útil para mensurar os benefícios econômicos resultantes de desempenhos operacionais, sem considerar os impostos, aspectos financeiros e despesas não pagas em dinheiro.

Desta forma, o EBITDA ficou conhecido pela facilidade de cálculo e evidenciação, obtendo a fama de “número mágico”, apesar de seu resultado não possuir precisão (Matarazzo, 2010, p. 256). Neste sentido, como desvantagem do EBITDA, Cornejo-Saavedra e Diaz (2006) explicam que o indicador é uma *proxy* do fluxo de caixa, na qual as receitas que podem não ingressar futuramente são consideradas e os investimentos em ativos imobilizados e capital de giro são desconsiderados. Stumpp et al. (2000) e Martins et al. (2018) também fazem críticas e elencam desvantagens sobre o uso do EBITDA – isto é mencionado apenas como forma de esclarecer que não há unanimidade quanto à utilidade do EBITDA para todas as análises de resultado.

Entretanto, segundo Gradilone (2011), é perceptível a utilização do EBITDA para comparar a capacidade de geração de caixa operacional entre as empresas, especialmente entre suas concorrentes. No Brasil, apenas no ano de 2012 ocorreu a publicação de norma específica que estipula método de cálculo e condições para a divulgação voluntária do EBITDA, rotulado como um indicador não contábil. Em tal ano, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou a Instrução n. 527, abrangendo o indicador chamando “LAJIDA (EBITDA) – Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização” (Instrução CVM n. 527, 2012, art. 1º).

O cálculo do indicador “deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26” (Instrução n. 527, 2012, art. 2º). Seguindo a fórmula da norma, obtém-se o aqui chamado “EBITDA Original”.

2.2 Fundamentos das hipóteses

Nesta seção estão dispostos os principais fundamentos teóricos para as hipóteses formuladas na seção 3.3, com base nas variáveis que constam especificadas na seção 3.2.

A **Hipótese Base** consiste em, diante da teoria de base, supor que há maior predisposição das companhias em divulgarem voluntariamente seus EBITDA se estes estiverem em situação melhor, e de os omitirem caso evidenciem situação pior. Nesta pesquisa, o sentido de “melhor” e de “pior” refere-se tanto às variações em relação ao ano anterior, quanto à situação comparativa em relação às demais companhias listadas em bolsa.

A Teoria da Evidenciação Voluntária, de Dye (2001), apresenta a premissa central de que a entidade só irá realizar uma divulgação facultativa se esta for favorável. Caso as informações sejam desfavoráveis, a companhia não realizará a divulgação. Ao mesmo tempo, conforme o autor (2001), as entidades otimizam sua divulgação quando seus rivais fazem o mesmo, e vice-versa. Segundo Dye (2001), quando a companhia não divulga informações voluntárias, ou evidencia menos do que poderia, a Teoria permite inferir que o desempenho desta entidade não é muito bom.

Em seu estudo sobre a divulgação discricionária, Verrecchia (2001) afirma que se a informação proporcionar resultados negativos para a empresa, será retida. Tal autor (2001) ainda afirma que o nível de divulgação tem relação positiva com o desempenho da empresa, isto porque as informações que aumentam a capitalização da empresa de forma favorável serão evidenciadas. Consiste em um equilíbrio de evidenciação, onde nem todas as informações serão divulgadas.

Além da retenção de informações, resultados ruins eventualmente podem motivar fraudes e maquiagens. Neste sentido, Kraemer (2005) afirma que, quando a companhia deseja demonstrar um crescimento estável do faturamento e não demonstrar oscilações bruscas, pode ocorrer a alteração dos resultados para serem mais favoráveis.



Ainda, Vieira e Girão (2014), ao estudarem o EBITDA divulgado pelas companhias antes da Instrução CVM n. 527, encontraram evidências que apontam que as entidades, por meio do EBITDA, procuravam demonstrar ao mercado uma imagem mais positiva de seus resultados. Segundo Brennan et al. (2009), a companhia busca formas de ofuscar desempenhos negativos, além de considerar os resultados positivos frutos de ações internas e os negativos de ações externas.

Assim, Smith et al. (2006) afirmam que os usuários dedicam mais atenção às informações negativas do que às positivas. Isso acontece por conta de as negativas terem mais impacto na sua opinião, sendo analisadas de forma mais completa, detalhada e com maior atenção (Pinsker et al., 2009). No contexto de investimentos, os autores (2009) afirmam que os investidores analisam as informações positivas e negativas igualmente, porém as negativas pesam mais no julgamento.

Na mesma linha, Salotti e Yamamoto (2008) concluíram que as companhias de capital aberto que possuíam melhor desempenho nas Demonstrações dos Fluxos de Caixa, entre 2000 e 2004, divulgaram mais informações de caráter facultativo do que as companhias que possuíam um desempenho inferior. Klann e Beuren (2011), por sua vez, ao analisarem influências na divulgação voluntária de informações em 2008, concluíram que quanto maior a lucratividade da companhia, maior a tendência de ela divulgar informações dos índices de desempenho de caráter facultativo.

Diante deste contexto e fundamentos da Hipótese Base, foram construídas hipóteses específicas no âmbito dos resultados que o EBITDA pode evidenciar, conforme as variáveis que servem como indicadores do que se considera “melhor” ou “pior”, comparativamente entre empresas, em sentido amplo. Segundo Matarazzo (2010), além do significado intrínseco de cada índice e da comparação com os resultados de outras empresas, é indicado fazer a comparação dos indicadores ao longo dos exercícios. Com base neste entendimento, nas hipóteses a seguir são empregadas variáveis, na forma de indicadores, cujas análises contemplam os significados intrínsecos e evolutivos, sempre considerados em relação às demais companhias da amostra.

A **Hipótese 1** refere-se ao sinal do EBTIDA, supondo que as companhias com EBITDA positivos o divulgarão mais do que aquelas com EBITDA negativos. Isto porque estudos anteriores sugerem que indicadores com valores positivos são preferidos pelos gestores para evidenciar desempenho, em detrimento de indicadores com sinais negativos.

Rufatto e Wernke (2019), ao estudarem a comparação do *Economic Value Added* (EVA) e do EBITDA em uma cooperativa agropecuária referente ao ano de 2016, constataram que o EBITDA se manteve com sinal positivo durante todo o ano analisado, enquanto o EVA possuía valor positivo apenas em dois dos doze meses analisados. Embora os autores (2019) considerassem o EVA mais adequado para avaliar o desempenho, por evidenciar situações como endividamento, a entidade optou por evidenciar o desempenho pelo EBITDA, dado que este apresentou valor positivo em todo o período, favorecendo a aparência dos resultados.

Por sua vez, Vargas et al. (2014), ao estudarem os Relatórios de Administração de 30 companhias listadas na atual B3, referentes às companhias com desempenho favorável em 2009 e desfavorável em 2010, concluíram haver indícios de desvio da atenção dos usuários, em relação aos resultados, para outros indicadores, evitando a utilização de termos que indicam o prejuízo ocorrido na empresa, aumentando a presença de indicadores com resultados positivos e reduzindo a quantidade de vezes que o resultado negativo aparecia no Relatório da Administração.

Além dos aspectos perceptivos mencionados, por parte dos gestores e dos usuários da informação (viés cognitivo), há certo fundamento técnico para análise do EBITDA que envolve o seu sinal. Segundo Silva (2010, p. 195), “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”. Assim, o autor



(2010) atribui um significado intrínseco ao EBITDA quanto em estado negativo, embora não seja o único critério requerido para a sua análise. Deste modo, sem avaliar valores monetários diretamente, pressupõe-se que o simples sinal (+/-) do indicador pode ter efeito imediato na percepção dos usuários, da mesma forma que algum lucro (resultado positivo) é visto como melhor do que qualquer prejuízo (resultado negativo).

A **Hipótese 2** afirma que companhias com melhores variações dos valores dos EBITDA divulgarão mais os seus EBITDA. O termo “melhores variações”, empregado nas Hipóteses 2 e 4, se refere tanto aos crescimentos quanto às reduções em relação ao ano imediatamente anterior. Nessas hipóteses, crescimentos são tratados como melhores do que reduções. Todavia, uma redução menor seria melhor do que uma redução maior. Especificamente para a Hipótese 2, entende-se que não é cabida a comparação direta dos valores monetários dos EBITDA em reais entre as companhias, visto que isso está mais relacionado ao tamanho do negócio do que ao desempenho empresarial, tal como o lucro. Neste sentido, a análise horizontal (que mostra a variação percentual entre períodos ou datas) pode ser enfatizada ou percebida como indicativo de melhora ou piora do desempenho entre os anos.

Nesta linha, Zdanowicz (2015), ao estudar as causas da evolução do EBITDA em empresas do segmento de calçados, entre 2012 e 2014, concluiu que tais variações estão conectadas aos preços unitários, ao volume de vendas, à redução de custos e ao aumento no faturamento. Segundo Matarazzo (2010), é usual que as empresas publiquem o EBITDA e evolução histórica em valor absoluto, evidenciando seu crescimento como favorável, tal como se faz com o lucro líquido do período. Assim, o autor (2010) reconhece que as empresas valorizam o crescimento do EBITDA entre períodos como uma informação habitualmente indicativa de melhoria do desempenho.

A **Hipótese 3** afirma que as companhias com melhores relações entre o EBITDA e o Total do Ativo (EBITDA/TA) divulgarão mais os seus EBITDA do que as companhias com índices menores. Neste sentido, Ritta et al. (2017), ao estudarem as relações existentes entre o EBITDA e o retorno das ações das companhias de capital aberto brasileiras entre 2008 e 2014, concluíram que quanto maior o indicador EBITDA/TA, melhor é o resultado da empresa. Este resultado foi obtido partindo do pressuposto de que a eficiência operacional da companhia é melhorada à medida em que aumentam as relações do EBITDA com o ativo, a receita líquida e o preço das ações.

Em analogia ao indicador EBITDA/TA, pode-se mencionar o *Return on Investment* (ROI) que, segundo Ensslin et al. (2009), engloba as variáveis que afetam a rentabilidade da empresa, além de evidenciar a capacidade de recuperação de investimentos realizados. Por sua vez, a pesquisa de Wang et al. (2008) encontrou relação positiva entre a divulgação voluntária e o ROI, ao analisar as companhias listadas na bolsa de valores chinesa. Janiszewski et al. (2017), por outro lado, encontraram relação oposta (negativa) entre a divulgação voluntária e a ROI, ao estudarem as empresas listadas na B3 que compõe o IBRx 100 no ano de 2013. Entende-se que o indicador EBITDA/TA pode ser amplamente comparado entre as companhias, visto que se assemelha ao índice de rentabilidade do ativo (ROI) – medida geral de desempenho empresarial.

A **Hipótese 4** supõe que companhias com melhores variações das relações EBITDA/ROL divulgarão mais os seus EBITDA do que as companhias com variações menores. O termo “melhores variações” é tratado com o mesmo sentido descrito junto à Hipóteses 2. Além disso, destaca-se que analisar diretamente a relação EBITDA/ROL entre todas as companhias causaria distorções, visto que as margens operacionais refletem peculiaridades de cada setor ou ramo de negócios. Por isso, trabalha-se com a variação percentual (análise horizontal, com significado evolutivo) em relação ao ano imediatamente anterior.

Desta forma, Aranha et al. (2014) afirmam que a variação entre um ano e outro da Margem



EBITDA (EBITDA/ROL) reflete aos investidores se a companhia foi mais eficiente ou aumentou sua produtividade. Por outro lado, Aillón et al. (2013), ao pesquisarem sobre a evidenciação de informações gerenciais em notas explicativas das empresas presentes no IBrX-50 em 2010, buscaram identificar se houve maior evidenciação de informações por segmento entre as empresas com maiores índices de Margem EBITDA. Porém, após as análises, concluíram que não há influência do índice nessas informações. A Margem EBITDA também foi utilizada por Ritta et al. (2017) para identificar a relação causal do EBITDA no retorno das ações das companhias listadas na atual B3 de 2008 até 2014. Já Lopes et al. (2016) utilizaram o índice EBIT/ROL para estudar o comportamento do valor de mercado referente à situação econômico-financeira das companhias listadas na B3 de 2008 a 2012.

Assim, constata-se a aplicabilidade do indicador EBITDA/ROL e similares em pesquisas que analisam o desempenho empresarial. Adicionalmente, a análise da variação da relação EBITDA/ROL é aplicável para avaliação do significado evolutivo (entre anos) de uma medida de desempenho reconhecida.

3 Procedimentos metodológicos

A presente pesquisa é classificada como descritiva, com abordagem quantitativa e procedimentos documentais. Foram empregadas técnicas estatísticas na etapa da análise dos dados, com vistas a testar as hipóteses, com base nas variáveis selecionadas.

3.1 Principais técnicas empregadas

O estudo empregou a técnica da documentação na fase de coleta de dados, com base nos relatórios anuais das companhias, encontrados em seus sítios eletrônicos ou nos sítios da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da bolsa (B3), e na plataforma *Economatica*.

Foram realizadas análises estatísticas bivariadas com técnicas descritas adiante. Foram detectados os *outliers* nas séries de dados pelo critério da amplitude interquartil (AIQ) (Fávero & Belfiore, 2020). Três das variáveis quantitativas demandaram tratamento: Var. EBITDA (%), EBITDA/TA (%) e Var. EBITDA/ROL (%) tendo seus dados extremos substituídos pelos valores de percentis superiores e inferiores arbitrados, seguindo a abordagem de Becker (2015), com winsorização ao nível de 7,5% para a primeira e de 10% para as demais. As estatísticas de associação foram calculadas no *software* estatístico *Stata*®.

3.2 População, amostra e variáveis

O **universo** da pesquisa é composto por todas as companhias listadas na B3 que estavam ativas e aptas à divulgação do EBITDA, entendidas como as não financeiras e cujos ativos ou resultados não estivessem nulos. A **amostra** é composta por todas as companhias do universo que dispunham na *Economatica* os dados necessários e que tenham publicado todos os seguintes relatórios anuais para o ano de referência: Notas Explicativas (NE) às Demonstrações Contábeis; Relatório da Administração (RA); e Formulário de Referência (FR). O universo resultante é composto por 269 companhias, e a amostra por 259 companhias (96,28% do universo). A Tabela 1 apresenta a definição constitutiva e operacional das variáveis da pesquisa.

Tabela 1. Definição constitutiva e operacional das variáveis da pesquisa

Abreviações das variáveis	Nomes e descrições das variáveis ^b	Escalas ou categorias e rótulos de dados
DEOC (S/N)	Divulgou EBITDA Original com Conciliação: responde se cada cia divulgou o seu EBITDA Original com a conciliação (memória de cálculo), conforme exige a CVM ^c .	Sim / Não 1 / 0 ^d

Continua

Continuação

Abreviações das variáveis	Nomes e descrições das variáveis ^b	Escalas ou categorias e rótulos de dados
EBITDA (+/-)	Sinal do EBITDA: informa se os valores monetários do EBITDA são positivos ou negativos, ou seja, se estão acima ou abaixo de zero reais ^a .	Positivo / Negativo; 1 / 0 ^d
EBITDA/TA (%)	Relação EBITDA/TA: apurado a partir da divisão do valor monetário do EBITDA do período pelo do Total do Ativo (TA) de cada cia ao fim do período ^a .	Percentuais; 0,00%
Var. EBITDA (%)	Variação do EBITDA: informa a variação percentual do EBITDA, apurada a partir da diferença entre o valor monetário do EBITDA no ano de referência em relação ao do ano anterior ^{a,c} .	
Var. EBITDA/ROL (%)	Variação da Relação EBITDA/ROL: informa a variação percentual do índice que divide o valor monetário do EBITDA pelo da Receita Operacional Líquida (ROL), apurada a partir da diferença entre o valor percentual do ano de referência em relação ao do ano anterior ^{a,c} .	

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores. Obs.: Os estudos anteriores que empregaram estas variáveis (ou similares) são abordados na seção 2.2, que fundamenta as hipóteses construídas com tais variáveis para testes.

^a Foram coletadas na *Economatica*, para o ano de referência e o anterior: EBITDA (R\$); Receita Operacional Líquida (R\$); e Total do Ativo (R\$).

^b Todas as variáveis com referência a exercício social encerrado, conforme especificado no universo.

^c Identificado a partir de consulta aos RA, às NE e aos FR.

^d Variáveis qualitativas dicotômicas binárias codificadas (*dummies*), onde “0” indica “Não” (ausência) e “1” indica “Sim” (presença).

^e Var. EBITDA (%) = [“EBITDA (R\$)” do ano de referência / “EBITDA (R\$)” do ano anterior] - 1. Var. EBITDA/ROL (%) = [“EBITDA/ROL (%)” do ano de referência / “EBITDA/ROL (%)” do ano anterior] - 1.

Conforme os critérios de Fávero e Belfiore (2020), as variáveis da Tabela 1 podem ser assim classificadas: DEOC (S/N) e EBITDA (+/-) são qualitativas, nominais e dicotômicas; enquanto as demais são quantitativas, razão e contínuas.

3.3 Formulação das hipóteses

A Tabela 2 apresenta a formulação operacional das hipóteses da pesquisa.

Tabela 2. Hipóteses formuladas e testes estatísticos propostos

Temas das hipóteses	Hipóteses testadas
Hipótese 1: Quanto ao sinal do EBITDA.	H₀: Os sinais dos valores monetários dos EBITDA (positivo ou negativo) não interferem na probabilidade de as companhias os divulgarem.
	H₁: As companhias com EBITDA positivos o divulgarão mais do que aquelas com EBITDA negativos.
	Testes de variáveis: Coeficiente de Pearson (R) e Coeficiente V de Cramer (V) entre DEOC (S/N) x EBITDA (+/-).
Hipótese 2: Quanto às variações dos valores dos EBITDA entre os anos.	H₀: As variações nos valores dos EBITDA entre os anos não interferem na probabilidade de as companhias os divulgarem.
	H₁: As companhias com melhores variações dos valores dos EBITDA divulgarão mais os seus EBITDA.
	Testes de variáveis: R entre DEOC (S/N) x Var. EBITDA (%); e V entre DEOC (S/N) e Quartis de Var. EBITDA (%).

Continua



Continuação

Temas das hipóteses	Hipóteses testadas
Hipótese 3: Quanto ao tamanho das relações EBITDA/TA.	H₀: Os tamanhos comparados das relações EBITDA/TA não interferem na probabilidade de as companhias divulgarem seus EBITDA.
	H₁: As companhias com melhores relações EBITDA/TA divulgarão mais os seus EBITDA do que as companhias com índices menores.
	Testes de variáveis: R entre DEOC (S/N) x EBITDA/TA (%); e V entre DEOC (S/N) x Quartis de EBITDA/TA (%).
Hipótese 4: Quanto às variações da relação EBITDA/ROL.	H₀: As variações nas relações EBITDA/ROL não interferem na probabilidade de as companhias divulgarem seus EBITDA.
	H₁: As companhias com melhores variações das relações EBITDA/ROL divulgarão mais os seus EBITDA do que as companhias com variações menores.
	Testes de variáveis: R entre DEOC (S/N) x Var. EBITDA/ROL (%); V entre DEOC (S/N) x Quartis de Var. EBITDA/ROL (%).

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores. Siglas: H_0 = Hipótese Nula – é a formulação de que não existe relação entre as variáveis. H_1 = Hipótese Alternativa – é a formulação de que existe alguma relação entre as variáveis. Obs.: As variáveis e suas respectivas siglas estão dispostas na seção anterior.

Os fundamentos de tais hipóteses são apresentados na seção 2.2, juntamente com a Hipótese Base, formulada a partir da teoria de base aplicada. No capítulo 4, tais hipóteses são avaliadas visando comprovação ou refutação por meio de testes estatísticos entre as variáveis.

3.4 Procedimentos

Os procedimentos de coleta, tratamento e análise dos dados foram organizados em quatro etapas, aqui sintetizadas:

1ª Etapa: Identificar o universo e a amostra da pesquisa, com as companhias aptas à elaboração de EBITDA em referência ao período estabelecido, conforme dados disponíveis na *Economática*, e localizar seus relatórios anuais. Foram consideradas inativas as companhias com TA ou resultado líquido nulos no exercício de referência e/ou no anterior; e inaptas ao EBITDA as do setor financeiro. Também foram excluídas as companhias com EBITDA e/ou ROL nulos ou zerados no exercício de referência e/ou no anterior. Os dados, referentes às variáveis, foram coletados em novembro de 2020. A amostra inclui apenas as companhias do universo que tenham publicado os três relatórios anuais (NE, RA e FR), além dos dados de EBITDA disponíveis

2ª Etapa: Procurar pela existência do EBITDA original com conciliação nos relatórios anuais (NE, RA e FR) de cada cia para o período de referência. Com base nesta busca, definir a variável DEOC (S/N) para toda a amostra.

3ª Etapa: Apurar as variáveis que servirão como medidas comparativas do EBITDA entre as companhias, referentes a toda a amostra, a partir dos dados de EBITDA, ROL e TA.

4ª Etapa: Tabular as variáveis da 2ª e 3ª Etapa para análises estatísticas de correlação e associação. Elaborar tabelas de contingência e calcular o Coeficiente V de Cramer (V) entre DEOC (S/N) e as demais variáveis. Calcular o Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R) entre DEOC (S/N), EBITDA (+/-), Var. EBITDA (%), EBITDA/TA (%) e Var. EBITDA/ROL (%); e apurar os coeficientes de determinação (R^2) em relação à DEOC (S/N). Checar os *P-values* das associações encontradas para um nível de confiança de 95%, para identificar se é possível rejeitar as respectivas H_0 , caso os *P-values* sejam menores do que o nível de significância (α) de 0,05.

4 Resultados da pesquisa

4.1 Associação entre divulgação do EBITDA e o sinal (+/-) do mesmo

A Tabela 3 apresenta as distribuições conjuntas de frequências das variáveis “Divulgou EBITDA Original com Conciliação” e “Sinal do EBITDA”, que pode ser positivo ou negativo.



Tabela 3. Distribuições de frequências de DEOC (S/N) e EBITDA (+/-), referentes a 2018 – Amostra (259 cias)

Sinal do EBITDA – EBITDA (+/-)	Divulgou o EBITDA Original com Conciliação – DEOC (S/N)				Totais da amostra	
	Sim		Não			
Positivo	195	91,1%	19	8,9%	214	100,0%
Negativo	19	42,2%	26	57,8%	45	100,0%
Totais	214	82,6%	45	17,4%	259	100,0%

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

A média geral de divulgação do EBITDA (DEOC = “Sim”) na amostra foi de 82,6% (214/259). Todavia, entre as 214 companhias com EBITDA maior do que zero (EBITDA = “Positivo”), 91,1% (195/214) divulgou o EBITDA, o que coloca esse conjunto 8,5 p.p. ou 10,3% acima da média geral da amostra. Por outro lado, entre as 45 companhias com EBITDA menor do que zero (EBITDA = “Negativo”), apenas 42,2% (19/45) divulgou o EBITDA, o que coloca esse outro conjunto 40,4 p.p. ou 48,9% abaixo da média geral da amostra.

Assim, no ano analisado, constatou-se que as companhias com EBITDA positivos divulgaram mais o indicador do que aquelas com valores negativos, na proporção de 215,9% (91,1%/42,2%), ou seja, mais do que o dobro (115,9% a mais) de divulgação quando o EBITDA era entendido como “favorável” (conforme a hipótese fundamentada).

O Coeficiente *V* de Cramer entre DEOC (S/N) e EBITDA (+/-) foi de 0,4900, o que indica associação relativamente forte entre haver divulgação do EBITDA e o sinal do mesmo.

4.2 Associação entre divulgação do EBITDA e a Var. EBITDA (%)

A Tabela 4 apresenta as distribuições conjuntas de frequências das variáveis DEOC (S/N) e a “Variação do EBITDA” – esta última referente a variação percentual do indicador entre 2017 e 2018, apresentada em quartis.

Tabela 4. Distribuições de frequências de DEOC (S/N) e Var. EBITDA (%), ref. a 2018 – Amostra (259 cias)

Var. EBITDA (%) – conforme os quartis		Divulgou o EBITDA Original com Conciliação – DEOC (S/N)				Totais da amostra	
Quartis	Faixas	Sim		Não			
1º Quartil	-96,8% a -21,0%	45	69,2%	20	30,8%	65	100,0%
2º Quartil	-20,9% a 10,7%	56	86,2%	9	13,8%	65	100,0%
3º Quartil	10,7% a 38,7%	59	90,8%	6	9,2%	65	100,0%
4º Quartil	38,8% a 87,2%	54	84,4%	10	15,6%	64	100,0%
Totais		214	82,6%	45	17,4%	259	100,0%

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Observa-se que a menor taxa de divulgação do EBITDA, de 69,2% (45/65), encontra-se no primeiro quartil (aquele com as maiores reduções de EBITDA entre 2017 e 2018), enquanto o terceiro quartil teve a maior taxa de divulgação, de 90,8% (59/65). A metade inferior dos quartis (aquela com as piores variações do EBITDA) teve a menor taxa combinada de divulgação do EBITDA, de 77,7% $([45+56]/[65+65])$, contra 87,6% $([59+54]/[65+64])$ da metade superior dos quartis (aquela com os melhores crescimentos do indicador).

A média geral de divulgação do EBITDA (DEOC = “Sim”) na amostra foi de 82,6% (214/259). Assim, constata-se que as companhias com melhor desempenho (maior crescimento do EBITDA entre 2017 e 2018) divulgaram 5,0 p.p. (87,6%-82,6%) acima da média geral, enquanto aquelas com pior desempenho (redução do EBITDA, na maior parte), divulgaram 4,9 p.p. (77,7%-82,6%) abaixo dessa média. Em síntese, as companhias com melhores variações do EBITDA (3º e 4º quartis) divulgaram 9,9 p.p. (87,6%-77,7%) a mais do que aquelas com as piores variações (1º



e 2º quartis), ou seja, 12,7% ($[87,6\%/77,7\%]-1$) a mais.

O Coeficiente *V* de Cramer entre DEOC (S/N) e Var. EBITDA (%) foi de 0,1235, indicando associação fraca entre haver divulgação do EBITDA e a variação do mesmo entre 2017 e 2018.

4.3 Associação entre divulgação do EBITDA e EBITDA/TA (%)

A Tabela 5 apresenta as distribuições conjuntas de frequências das variáveis DEOC (S/N) e “Relação EBITDA/TA” – esta última em percentuais referente ao EBITDA dividido pelo Total do Ativo, apresentados em quartis – ambos referentes ao ano de 2018.

Tabela 5. Distribuições de frequências de DEOC (S/N) e EBITDA/TA (%), ref. a 2018 – Amostra (259 cias)

EBITDA/TA (%) – conforme os quartis		Divulgou o EBITDA Original com Conciliação – DEOC (S/N)				Totais da amostra	
Quartis	Faixas	Sim		Não			
1º Quartil	-8,1% a 4,2%	36	55,4%	29	44,6%	65	100,0%
2º Quartil	4,3% a 10,0%	59	90,8%	6	9,2%	65	100,0%
3º Quartil	10,1% a 14,3%	62	95,4%	3	4,6%	65	100,0%
4º Quartil	14,4% a 18,8%	57	89,1%	7	10,9%	64	100,0%
Totais		214	82,6%	45	17,4%	259	100,0%

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Observa-se que a menor taxa de divulgação do EBITDA, de 55,4% (36/65), encontra-se no primeiro quartil (aquele com os menores percentuais de EBITDA/TA em 2018), enquanto o terceiro quartil teve a maior taxa de divulgação, de 95,4% (62/65). A metade inferior dos quartis (aquela com os piores percentuais de EBITDA/TA) teve a menor taxa combinada de divulgação do EBITDA, de 73,1% ($[36+59]/[65+65]$), contra 92,2% ($[62+57]/[65+64]$) da metade superior dos quartis (aquela com os melhores percentuais de EBITDA/TA).

A média geral de divulgação do EBITDA (DEOC = “Sim”) na amostra foi de 82,6% (214/259). Assim, constata-se que as companhias do terceiro quartil divulgaram 12,8 p.p. (95,4%-82,6%) acima da média geral, enquanto aquelas do primeiro quartil (menor percentual de EBITDA/TA), divulgaram 27,2 p.p. (55,4%-82,6%) abaixo dessa média. Em síntese, as companhias com melhores percentuais de EBITDA/TA (3º e 4º quartis) divulgaram 19,1 p.p. (92,2%-73,1%) a mais do que aquelas com os piores percentuais de EBITDA/TA (1º e 2º quartis), ou seja, 26,1% ($[92,2\%/73,1\%]-1$) a mais.

O Coeficiente *V* de Cramer entre DEOC (S/N) e EBITDA/TA (%) foi de 0,2428, o que indica associação moderada entre haver divulgação do EBITDA e o percentual de EBITDA/TA.

4.4 Associação entre divulgação do EBITDA e a variação da relação EBITDA/ROL

A Tabela 6 apresenta as distribuições conjuntas de frequências das variáveis DEOC (S/N) referente a 2018 e a “Var. EBITDA/ROL (%)” – esta última referente à variação percentual do EBITDA dividido pela Receita Operacional Líquida (ROL) entre os anos de 2017 e 2018.

Tabela 6. Distribuições de frequências de DEOC (S/N) e EBITDA/ROL (%), ref. a 2018 – Amostra (259 cias)

Var. EBITDA/ROL (%) – conforme os quartis		Divulgou o EBITDA Original com Conciliação – DEOC (S/N)				Totais da amostra	
Quartis	Faixas	Sim		Não			
1º Quartil	-90,6% a -21,9%	49	75,4%	16	24,6%	65	100,0%
2º Quartil	-21,8% a 0,2%	56	86,2%	9	13,8%	65	100,0%
3º Quartil	0,3% a 23,8%	59	90,8%	6	9,2%	65	100,0%
4º Quartil	23,9% a 64,9%	50	78,1%	14	21,9%	64	100,0%
Totais		214	82,6%	45	17,4%	259	100,0%

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.



Observa-se que a menor taxa de divulgação do EBITDA referente a 2018, de 75,4% (49/65), encontra-se no primeiro quartil, ou seja, aquele com os menores percentuais de variação do EBITDA/ROL de 2017 para 2018. O terceiro quartil teve a maior taxa de divulgação do EBITDA, de 90,8% (59/65). A metade inferior dos quartis (aquela com os piores percentuais de variação de EBITDA/ROL) teve a menor taxa combinada de divulgação do EBITDA, de 80,8% $([49+56]/[65+65])$, contra 84,5% $([59+50]/[65+64])$ da metade superior dos quartis (aquela com os melhores percentuais de variação).

Constatou-se que as companhias do terceiro quartil divulgaram 8,2 p.p. (90,8%-82,6%) acima da média geral de 82,6% da amostra, enquanto aquelas com pior desempenho (menor percentual de variação de EBITDA/ROL entre os anos) divulgaram 7,2 p.p. (75,4%-82,6%) abaixo dessa média. Em síntese, as companhias com maior crescimento de EBITDA/ROL (3º e 4º quartis) divulgaram 3,7 p.p. (84,5%-80,8%) a mais do que aquelas com as piores variações (redução, na maioria – 1º e 2º quartis), ou seja, 4,6% $([84,5\%/80,8\%]-1)$ a mais.

O Coeficiente *V* de Cramer entre DEOC (S/N) e Var. EBITDA/ROL (%) foi de 0,0938, o que indica uma associação insignificante entre haver divulgação do EBITDA referente a 2018 e o percentual de variação da relação EBITDA/ROL entre 2017 e 2018.

4.5 Correlações entre as variáveis

A Tabela 7 demonstra as correlações entre as cinco variáveis da pesquisa.

Tabela 7. Correlações ^a entre DEOC (S/N), EBITDA (+/-), Var. EBITDA (%), EBITDA/TA (%) e Var. EBITDA/ROL (%), ref. a 2018 – Amostra (259 cias)

	DEOC (S/N) ^b	EBITDA (+/-) ^b	Var. EBITDA (%)	EBITDA/TA (%)	Var. EBITDA/ROL (%)
DEOC (S/N) ^b	1	--	--	--	--
EBITDA (+/-) ^b	0,488993	1	--	--	--
Var. EBITDA (%)	0,150458	0,348157	1	--	--
EBITDA/TA (%)	0,391427	0,818286	0,423156	1	--
Var. EBITDA/ROL (%)	0,074789	0,284658	0,868416	0,368175	1

Nota. Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

^a Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R). De acordo com Cohen (2008, como citado por Figueiredo & Silva, 2009), a interpretação da força da correlação pode ser feita tanto no sentido negativo quanto no positivo: 0,0 aponta ausência; entre 0,0 e 0,3 é fraca; entre 0,3 e 0,5 é moderada; e entre 0,5 e 1,0 é forte.

^b Segundo Barbetta (2015), o R indica correlação negativa ou positiva de qualquer grau de força para as variáveis codificadas como 0 e 1 (*dummies*), indicando a ausência ou a presença de algum atributo, respectivamente.

Com base nos Coeficientes de Correlação Linear de Pearson (R) expostos, conclui-se que DEOC (S/N) possui: uma correlação positiva moderada com EBITDA (+/-) e com EBITDA/TA (%); e uma correlação positiva fraca com Var. EBITDA (%) e com Var. EBITDA/ROL (%). Os Coeficientes de Determinação (R²) foram de: 24,8% entre DEOC (S/N) e EBITDA (+/-); 16,0% entre DEOC (S/N) e EBITDA/TA (%); 2,6% entre DEOC e Var. EBITDA (%); e 0,8% entre DEOC (S/N) e Var. EBITDA/ROL (%).

4.6 Discussão dos resultados

Segue a análise dos resultados desta pesquisa, a partir dos testes das quatro hipóteses formuladas na seção 3.3, empregando as variáveis apresentadas na seção 3.2, e diante das estatísticas sobre a amostra, apresentadas nas seções 4.1 a 4.5. Com base nisso, são cotejados os resultados com a literatura citada no capítulo 2.

A **Hipótese 1**, cuja hipótese alternativa (*H₁*) afirma que as companhias com EBITDA positivos os divulgariam mais do que aquelas com EBITDA negativos, foi verificada por meio de



testes de relações entre as variáveis DEOC (S/N) e EBITDA (+/-). O Coeficiente V de Cramer (V) obtido foi de 0,4900, indicando associação relativamente forte; e o Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R) foi de 0,4979, apontando correlação positiva moderada entre as variáveis, com um Coeficiente de Determinação (R^2) de 24,8%. Diante dessas relações, e de um P -value inferior a 0,0000, permite-se rejeitar hipótese nula (H_0) e aceitar H_1 com alto nível de confiança. Portanto, os estudos de Rufatto e Wernke (2019) e de Vargas et al. (2014), que sustentaram a Hipótese 1, são corroborados pela presente pesquisa. Isto revela uma tendência pela divulgação de informações favoráveis às companhias – estas consideradas a partir de um EBITDA positivo.

A **Hipótese 2**, cuja H_1 supõe que as companhias com melhores variações percentuais dos valores dos EBITDA divulgariam mais o indicador, foi verificada por testes de relações entre DEOC (S/N) e Var. EBITDA (%). O V de 0,1235 indica associação fraca; enquanto o R de 0,1618 indica correlação positiva fraca. Apesar de o P -value (0,0180) permitir descartar erros amostrais para a inferência estatística, com um nível de confiança superior a 95%, as baixas relações entre as variáveis indicam a rejeição da H_1 . Assim, não foram encontradas evidências de que as companhias com melhores variações dos EBITDA (crescimentos ou reduções) entre 2017 e 2018 tenham tendido a divulgar mais os indicadores referentes a 2018. Assim, apesar de Matarazzo (2010) afirmar ser usual que as empresas publiquem o EBITDA e sua evolução visando evidenciar seu crescimento como favorável, os resultados não permitiram constatar isso na amostra.

A **Hipótese 3**, cuja H_1 afirma que as companhias com melhores relações entre o EBITDA e o Total do Ativo (TA) divulgariam mais o EBITDA do que as companhias com índices menores, foi verificada testando relações entre as variáveis DEOC (S/N) e EBITDA/TA (%). O V de 0,2428 indica associação moderada; enquanto o R de 0,3997 indica correlação positiva moderada, com R^2 de 16,0%. O P -value inferior a 0,0000 permite rejeitar a H_0 , com alto nível de confiança contra efeitos aleatórios dos dados. Desta forma, esses resultados tornam possível aceitar a H_1 , de modo que os maiores resultados do índice empregado, comparativamente entre as companhias, possuem uma relação positiva moderada com a divulgação do EBITDA. Assim, foram encontrados resultados similares a Wang et al. (2008), que identificaram relação positiva entre o nível de divulgação voluntária e o índice de retorno sobre os ativos.

A H_1 da **Hipótese 4** supõe que as companhias com melhores variações da relação EBITDA/ROL divulgariam mais o EBITDA do que aquelas com variações menores. O Coeficiente V obtido entre DEOC e Var. EBITDA/ROL (%) foi de 0,0938, indicando associação insignificante, enquanto o R foi de 0,0888, apontando correlação positiva fraca. Dado o P -value de 0,0771, e diante de um nível de significância (α) de 0,0500 (5%), para um nível de confiança de 95%, não é possível rejeitar a H_0 , visto que é plausível que os resultados amostrais tenham acontecido por acaso. Assim, rejeita-se a H_1 , de modo que não é possível afirmar que as companhias com melhores variações da relação EBITDA/ROL entre 2017 e 2018 tenham divulgado mais os seus EBITDA.

Desta forma, os resultados demonstrados na Hipótese 4 corroboram as conclusões de Aillón et al. (2013), que identificaram não haver maior evidência entre as empresas com maiores índices de Margem EBITDA. Assim, apesar de Aranha et al. (2014) afirmarem que a variação da Margem EBITDA demonstrar que a companhia foi mais eficiente ou aumentou sua produtividade, isso não pareceu ter influenciado as decisões quanto à divulgação voluntária do EBITDA.

Referente às variáveis EBITDA/TA (%), Var. EBITDA (%) e Var. EBITDA/ROL (%), cumpre destacar que os dados das demais companhias não são previamente conhecidos por cada companhia quando decide divulgar o seu EBITDA em referência ao mesmo período. Por este motivo, ficaria reduzida a possibilidade de os gestores terem conhecimento, no momento da decisão de publicação ou não, se seu desempenho evidenciado pelo EBITDA está melhor ou pior



do que o de seus concorrentes ou do mercado como um todo. Assim, tais variáveis apresentam uma limitação inerente, devido à assimetria informacional momentânea entre as companhias. Esta limitação não se aplica à variável EBITDA (+/-), visto que esta busca o significado intrínseco do EBITDA e vieses cognitivos (efeitos psicológicos) causados pelo sinal do indicador sobre seus usuários. A última limitação a destacar se refere à variável *dummy* DEOC (S/N), que a foi a única empregada para classificar a divulgação do EBITDA pelas companhias.

Assim, com base nos estudos anteriores abrangidos na seção 2.2, é possível verificar que a presente pesquisa trouxe inovações no cenário da investigação sobre o indicador EBITDA. À luz da Teoria da Evidenciação Voluntária (Dye, 2001; Verrecchia, 2001), abordada na seção 2.1, constatou-se que esse indicador de caráter voluntário não apresentou total aderência às premissas da Teoria, pelo menos no que se refere a algumas das variáveis testadas e do ano em questão.

5 Conclusões

Conforme os resultados apresentados no Capítulo 4, considera-se atingido o objetivo do presente artigo, que foi identificar como se comportou a divulgação voluntária do EBITDA referentes ao ano de 2018, por parte das companhias listadas na B3, em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de pioras dos resultados relativos deste indicador.

Os resultados da pesquisa, sintetizados a seguir, permitiram corroborar duas e refutar duas das quatro hipóteses que supõe haver maior propensão das companhias em divulgarem seus EBITDA caso os resultados desses indicadores evidenciem uma situação melhor.

Os testes estatísticos corroboram a Hipótese 1, que afirma que as companhias com EBITDA positivos tendem a divulgar mais o indicador, visto que indicam associação relativamente forte e correlação positiva moderada entre as variáveis, com alto nível de confiança. Foi também corroborada a Hipótese 3, que afirma que as companhias com melhores relações entre o EBITDA e o Total do Ativo (TA) tendem a divulgar mais o indicador, com associação moderada e correlação positiva moderada. Por outro lado, foi refutada as Hipótese 2, que supunha que as companhias com melhores variações percentuais dos valores dos EBITDA divulgariam mais o indicador, visto que o teste indicou associação e correlação fracas. Também foi refutada as Hipótese 4, que supunha que as companhias com melhores variações percentuais da relação entre EBITDA e Receita Operacional Líquida (ROL) divulgariam mais o indicador, visto que o teste evidenciou associação insignificante e correlação fraca entre as variáveis selecionadas.

Respondendo à questão-problema da pesquisa (*Há maior propensão das companhias em divulgarem seus EBITDA quando estes estão em situação melhor?*), constatou-se que as companhias da amostra com EBITDA positivos e com melhores relações EBITDA/TA divulgaram mais o indicador em referência ao ano de 2018. Todavia, as outras variáveis testadas não confirmaram a existência de maior propensão à divulgação de EBITDA considerado favorável.

Assim, os testes corroboram, em parte, o entendimento inicial da presente pesquisa, que esperava que as companhias divulgassem mais os EBITDA quando seus resultados apresentam situação melhor, na linha da aderência às premissas da Teoria da Evidenciação Voluntária, fundamentada em Dye (2001) e Verrecchia (2001). Concluiu-se, preliminarmente, que as companhias apresentaram uma maior pré-disposição a divulgar o EBITDA quando ele está com valor positivo, indicando que isto é visto como melhor, ou seja, percebido como mais favorável. Tais resultados corroboram a teoria de base, que pressupõe que as entidades darão preferência a divulgar informação voluntária considerada favorável e, por outro lado, omitir a desfavorável.

Por conta de a pesquisa tratar de dados referentes apenas a um ano, este horizonte temporal representa uma limitação importante, visto que não é possível ampliar as conclusões para outros períodos. Desta forma, os dados das companhias devem (pelo menos por enquanto) ser



considerados como reflexo de um momento no tempo. Outra limitação a se destacar é referente às variáveis Var. EBITDA (%) e Var. EBITDA/ROL (%), visto que foram avaliadas variações apenas entre dois anos (em relação ao anterior), representando um horizonte também restrito.

Portanto, para pesquisas futuras, sugere-se dar continuidade nos estudos incorporando novas variáveis de desempenho corporativo e de mensuração da divulgação do EBITDA, visando testar relações. Uma opção seria incorporar uma variável que mesure o número de ocorrências do termo EBITDA (incluindo seu equivalente LAJIDA) nos relatórios, que poderia demonstrar maior ênfase no discurso dos gestores sobre o indicador. Sugere-se também a investigação de outros anos, visando formar um horizonte maior para análise de tendências.

Referências

- Aillón, H. S., Silva, J. O., Pinzan, A. F., & Wuerges, A. F. E. (2013). Análise das informações por segmento: Divulgação de informações gerenciais pelas empresas brasileiras. *Revista Contemporânea em Contabilidade*, 10(19), 33-48. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n19p33>
- 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. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v13i4.2412>
- Aranha, J. A. M., Oliveira, L. G. de, Dias, A. M., & Aranha, C. P. M. (2014, outubro). Governança Corporativa: Análise comparativa da Margem EBITDA de empresas do agronegócio. *Anais do 2º Seminário Internacional de Integração e Desenvolvimento Regional*. UFMS. <https://anaionline.uems.br/index.php/ecaeco/article/view/2809>
- Barbetta, P. A. (2015). *Estatística aplicada às Ciências Sociais* (9a ed.). Editora da UFSC.
- Becker, J. L. (2015). *Estatística básica: Transformando dados em informação*. Bookman.
- Brennan, N., Guillamón-Saorín, E., & Pierce, A. (2009). Methodological insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 789-832. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09513570910966379/full/html>
- Coelho, F. S. (2005). EBITDA: A busca de uma melhor compreensão do maior *vox populi* do mercado financeiro. *Revista Pensar Contábil*, 6(26), 41-49. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/66/66>
- 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. <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/127394/153%20Cornejo-Diaz.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- 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.
- Elfeky, M. I. (2017). The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: Evidence from Egypt. *The Journal of Finance and Data Science*, 3(1-4), 45-59. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.09.005>
- Ensslin, S. R., Coutinho, I. G., Reina, D., Rover, S., & Rita, C. O. (2009). Grau de intangibilidade e retorno sobre investimentos: Um estudo entre as 60 maiores empresas do Índice Bovespa. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*, 8(14). <https://doi.org/10.5935/rcsp.v8i14.1740>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2020). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Gen.
- Ferreira, A. C., & Menezes, J. P. C. B. (2016). A Reestruturação financeira baseada no modelo



- dinâmico x modelo tradicional. *Revista de Auditoria Governança e Contabilidade*, 4(12), 111-127. <http://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/ragc/article/view/697/536>
- Figueiredo, D. B., Filho, & Silva, J. A. da., Júnior. (2009). Desvendando os mistérios do coeficiente de correlação de Pearson (r). *Revista Política Hoje*, 18(1). <https://periodicos.ufpe.br/revistas/politica hoje/article/viewFile/3852/3156>
- Gradilone, C. (2011). Para que serve o EBITDA. *Revista Exame*. <https://exame.com/revista-exame/para-que-serve-o-ebitda-m0052337/>
- Instrução CVM n. 527, de 4 de outubro de 2012. (2012, 5 outubro). Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Comissão de Valores Mobiliários. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst527.html>
- Janiszewski, V., Carrascoso, L. A., Felix, L. A., Júnior, Lagioia, U. C. T., & Oliveira, M. F. J. (2017). Relação da Teoria da Sinalização com o desempenho das empresas a partir dos seus indicadores de performance de divulgação voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2), 93-108. <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v9i2.52264>
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2011). Características de empresas que influenciam o seu *disclosure* voluntário de indicadores de desempenho. *BBR: Brazilian Business Review*, 8(2), 96-118. [http://www.spell.org.br/documentos/ver/8025/caracteristicas-de-empresas-que-influenciam-o-s---](http://www.spell.org.br/documentos/ver/8025/caracteristicas-de-empresas-que-influenciam-o-s-)
- Kraemer, M. E. P. (2005). Contabilidade criativa maquiando as demonstrações contábeis. *Pensar Contábil*, 7(28), 1-13. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/21810/contabilidade-criativa--maquiando-as-demonstracoes-contabeis>
- Lopes, P. F., Costa, D. F., Carvalho, F. de M., & Castro, L. G. de, Júnior. (2016). Desempenho econômico e financeiro das empresas brasileiras de capital aberto: Um estudo das crises de 2008 e 2012. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 105-121. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016106>
- Macedo, M. A. S., Machado, M. R., Murcia, F. D., & Machado, M. A. V. (2012). Análise da relevância do EBITDA versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99-130. <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/72>
- Martins, E., Diniz, J. A., & Miranda, G. J. (2018). *Análise avançada das demonstrações contábeis: Uma abordagem crítica*. Atlas.
- Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: Abordagem gerencial* (7a ed.). Atlas.
- Pinsker, R., Pitre, T. J., & Daigle, R. J. (2009). An investigation of nonprofessional investors' qualitative materiality judgments incorporating SEC listed vs. non-listed events. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(5), 446-465. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.07.005>
- Ritta, C. O., Jacomossi, F. A., Fabris, T. R., & Klann, R. C. (2017). Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008 - 2014). *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2). <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v36i2.34126>
- Rody, P. H. A., Sousa, A. F. de, Souza, T. R. de, & Reina, D. R. M. (2020). Profitability and voluntary disclosure of Brazilian equity companies. *Contextus: Contemporary Journal of Economics and Management*, 18(19), 264-274. <http://dx.doi.org/10.19094/contextus.2020.44593>
- Rufatto, I., & Wernke, R. (2019). Comparação entre os indicadores EVA e EBITDA em cooperativa agropecuária. *RGC: Revista de Gestão e Organizações Cooperativas*, 6(11).



- <https://periodicos.ufsm.br/rgc/article/view/29663/html>
- Rufino, M. A., & Machado, M. R. (2015). Fatores determinantes da divulgação de informações voluntária social: Evidências empíricas no Brasil. *REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(4). <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v9i4.1300>
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(48), 37-49. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000300004>
- Schipper, K. (2007). Required disclosures in financial reports. *The Accounting Review*, 82(2), 301-326.
- Silva, J. P. da. (2010). *Análise financeira das empresas*. (10a ed). Atlas.
- Skillius, A., & Wennberg, U. (1998). *Continuity, credibility and comparability: Key challenges for corporate environmental performance measurement and communication*. The international Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University. Lund, Suécia. <https://www.eea.europa.eu/publications/ESS09>
- Smith, N. K., Larsen, J. T., Chartrand, T. L., Cacioppo, J. T., Katafiasz, H. A., & Moran, K. E. (2006). Being bad isn't always good: Affective context moderates the attention bias toward negative information. *Journal of Personality and Social Psychology*, 90(2), 210-220. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.90.2.210>
- Sousa, C. B. de, Silva, A. F. de, Ribeiro, M. de S., & Weffort, E. F. J. (2014). Valor de mercado e *disclosure* voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil*, 6(2), 94-115. <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/4886>
- Stumpp, P. M., Marshella, T., Rowan, M., McCreary, R., & Coppola, M. (2000). Putting EBITDA in perspective: Ten critical failings of EBITDA as the principal determinant of cash flow. *Moody's Investor Service – Global Credit Research*. https://ucema.edu.ar/u/jd/Inversiones/Articulos/Moodys_Putting_Ebitda_into_perspective.pdf
- Vargas, L. H. F., Almeida, J. E. F. de, & Maria, E., Júnior. (2014). Lucro e prejuízo sob a perspectiva da administração: Como os resultados são apresentados nos relatórios de administração? *REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 8(4), 351-368. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v8i4.1119>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.
- Vieira, C. A. M., & Girão, L. F. P. (2014). Relevância da Instrução CVM 527 para o mercado de capitais: Um estudo sobre a padronização do EBITDA pela CVM. *ReCont: Registro Contábil*, 5(2), 87-99. http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/1078/pdf_26
- Wang, K., Sewon, O., & Claiborne, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), 14-30. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2008.01.001>
- Zdanowicz, R. (2015). *Evolução do EBITDA das empresas listadas na BM&F Bovespa no segmento de calçados no período de 2012 a 2014* [Trabalho de Conclusão de Curso]. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Brasil. <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/147411/000999528.pdf?sequence=1&isAllowed=y>