UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GEISA CASSIANA PAULINO DA SILVA

INFORMAÇÃO NON-GAAP: EVIDÊNCIAS DO SEU *VALUE RELEVANCE*, E UMA ANÁLISE DO *TRADE-OFF* ENTRE OPORTUNISMO E EFICIÊNCIA NA QUALIDADE DO SEU REPORTE

JOÃO PESSOA - PB
2018

GEISA CASSIANA PAULINO DA SILVA

INFORMAÇÃO NON-GAAP: EVIDÊNCIAS DO SEU *VALUE RELEVANCE*, E UMA ANÁLISE DO *TRADE-OFF* ENTRE OPORTUNISMO E EFICIÊNCIA NA QUALIDADE DO SEU REPORTE

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) como requisito para a obtenção do título de mestre no Curso de Mestrado em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usurários Externos

Orientador: Prof.: Dr. Edilson Paulo

JOÃO PESSOA - PB
2018

S586i Silva, Geisa Cassiana Paulino da.

Informação Non-GAAP: Evidências do seu Value Relevance, e um Análise do Trade-off entre Oportunismo e Eficiência na Qualidade do seu Reporte / Geisa Cassiana Paulino da Silva. - João Pessoa, 2018.

103 f.:il.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Informação Non-GAAP. 2. Value relevance. 3.Oportunístico. 4. Informatividade. 5. Gerenciamento de resultados. I. Título

UFPB/BC

GEISA CASSIANA PAULINO DA SILVA

INFORMAÇÃO NON-GAAP: EVIDÊNCIAS DO SEU *VALUE RELEVANCE*, E UMA ANÁLISE DO *TRADE-OFF* ENTRE OPORTUNISMO E EFICIÊNCIA NA QUALIDADE DO SEU REPORTE

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) como requisito para a obtenção do título de mestre no Curso de Mestrado em Ciências Contábeis.

Comissão Avaliadora:

_____

Prof. Dr. Edilson Paulo
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB
(Presidente da Banca)

_____

Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB
Examinador Membro Interno

_____

Prof[a]. Dra. Suliani Rover
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da UFSC
Examinador Membro Externo

JOÃO PESSOA - PB
2018

"*Dream on*"
Aerosmith

AGRADECIMENTOS

Da ideia inicial até o resultado final, este trabalhou recebeu importantes contribuições. Agradeço a todos os professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB, em especial aos professores que fazem parte do Departamento de Contabilidade e Finanças que diretamente contribuíram para minha formação acadêmica. Um agradecimento especial aos professores Márcia Reis, Paulo Roberto Cavalcante, Orleans Martins e Wenner Lucena pelas discussões teóricas, ajudas metodológicas, e conselhos oportunos.

Aos meus colegas de mestrado da turma 2016, vocês são os melhores! Agradeço pelas parcerias, debates e incontáveis tardes na sala de estudos do programa. Falando em sala de estudos, não posso esquecer de citar Glauco Pordeus pela contribuição direta na ampliação metodológica dessa dissertação. Meu muito obrigada a Filipe Duarte por ser tão prestativo em discutir aspectos estatísticos necessários à elaboração deste trabalho. Agradeço também ao mestre Kleber Formiga, todas as conversas e trocas de ideias, além das parcerias, me ajudaram a crescer como pesquisadora e futura educadora.

Agradeço ao meu orientador, o professor Edilson Paulo, pelas orientações, ajudas, paciência e tempo despendido para o aperfeiçoamento desta dissertação. Um agradecimento especial pelos comentários e contribuições recebidas da professora Suliani Rover e do professor Felipe Pontes, tanto durante a etapa de qualificação como na defesa final. Tenho imensa gratidão ao professor Felipe Pontes, pela referência profissional que se tornou para mim, assim como agradeço pela confiança e ensinamentos de sempre.

Ao Instituto de Desenvolvimento da Paraíba (IDEP-UFPB) pela disponibilização de recursos necessários a obtenção dos dados usados nesta dissertação. Agradeço também as secretarias do PPGCC, Wilma e Cecília, pela gentileza e atenção que sempre dão as demandas dos discentes do programa. Aos membros da Liga de Mercado Financeiro da UFPB e do Núcleo de Estudos em Análise de Investimentos e Contabilidade – NAIC, fazer parte desses dois grupos contribuiu para o meu crescimento profissional durante o mestrado.

O agradecimento final vai para a minha família e para o meu namorado. Vocês são os pilares nos quais eu me apoio, descanso quando preciso, e volto a lida necessária à realização de meus sonhos.

RESUMO

Os Non-GAAP são medidas de desempenho baseado em dados contábeis ajustados ou em dados não contábeis. Nesse sentido, o objetivo geral desse estudo é analisar a relevância da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, além de verificar a relação da qualidade do *disclosure* dessa informação com o *trade-off* entre os incentivos oportunísticos e de eficiência no seu reporte. As duas medidas Non-GAAP estudadas foram o EBITDA, conforme a CVM (EBITDA CVM), e o EBITDA ajustado, por serem as duas medidas Non-GAAP mais divulgadas pela gestão das companhias (KPMG,2016). No capítulo 2, foram analisadas as ações de empresas não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), ativas entre os anos de 2010 a 2016. Os resultados relevam que o EBITDA CVM, em sendo a medida Non-GAAP analisada mais reportada pelas empresas, é também a mais persistente em termos de associação incremental e relativa com os retornos das ações, quando estes são calculados de forma mais precisa à época de divulgação das demonstrações contábeis das companhias. Esse resultado do EBITDA CVM é persistente tanto usando a regressão quantílica como usando a linear, embora o EBITDA ajustado e EBITDA padronizado não tenham tido o mesmo desempenho. Portanto, considerando o *value relevance* verificado do EBITDA CVM, ainda que para o EBITDA ajustado o mesmo resultado não seja verificado, a hipótese I desse estudo não foi, parcialmente, rejeitada. No capítulo 3 foi usando o modelo Logit Ordenado em painel (2011-2016) levando em conta o fato da variável dependente ter sido mensurada por um *score* que variou entre 1 e 4, em termos de qualidade do reporte da medida Non-GAAP. Os resultados evidenciam um comportamento distinto, onde a qualidade do EBITDA CVM tem influência positiva direta da Instrução Normativa 527/12 da CVM, embora a qualidade do reporte do EBITDA ajustado não apresente a mesma característica. A probabilidade do EBITDA CVM ser reportado com maior qualidade aumenta quando a divulgação dessa medida é feita por grandes empresas e após a regulação da CVM, porém essa probabilidade diminui quando a cobertura dos analistas aumenta, e quando o lucro líquido por ação da empresa não supera o consenso dos analistas. Quanto ao EBITDA ajustado, a relação encontrada entre empresas em crescimento e uma maior probabilidade de reportar um EBITDA ajustado de qualidade vai ao encontro a hipótese III do estudo, justificada pela maior presença, geralmente, de itens não recorrentes em empresas em crescimento e por isso o reporte de um Non-GAAP de qualidade procuraria diminuir o efeito desses itens sobre o resultado operacional divulgado pela gestão. Já em relação a alavancagem, inferir que as empresas mais endividadas são mais prováveis de reportar um EBITDA ajustado de maior qualidade devido ao escrutínio de credores, presume, entre outras coisas, que haja a utilização dessa medida em cláusulas contratuais de dívidas, e isso é uma questão além do escopo desse trabalho. Portanto, discutir medidas alternativas de desempenho financeiro dentro do contexto de informações Non-GAAP, apresentar evidências empíricas da relevância desse tipo de informação no mercado brasileiro, bem como evidenciar a existência, mesmo que pontual, de motivações oportunísticas (EBITDA CVM) e informativas (EBITDA ajustado) para o reporte de informações Non-GAAP de qualidade, são as principais contribuições do presente estudo.

Palavras-chave: Informação Non-GAAP. *Value relevance.* Oportunístico. informatividade. Gerenciamento de resultados.

ABSTRACT

Non-GAAP are performance measures based upon adjusted accounting data adjusted or non-accounting data. The general objective of this paper was to verify the Non-GAAP information relevance, with and without explicit regulatory determinations, and later investigate a possible trade-off between the opportunistic and efficiency incentives in relation to the quality of non-GAAP reporting in the Brazilian capital market. The two Non-GAAP measurements studied were EBITDA and adjusted EBITDA, which are more disclosed Non-GAAP measures made by company managements (KPMG .2016). In Chapter 2, we analyzed non-financial stocks listed on the Brasil Bolsa Balcão (B3), active between the years of 2010 to 2016. The results show that CVM EBITDA, as the Non-GAAP measure most frequently reported by companies, is also the most persistent in terms of incremental association and relative to stock returns, when these are calculated more precisely at the time of disclosure of the companies' financial statements. This CVM EBITDA result is persistent both using quantile regression and linear regression, although adjusted EBITDA and standardized EBITDA have not performed as well. Therefore, considering the verified value relevance of CVM EBITDA, although for the adjusted EBITDA the same result is not verified, hypothesis I of this study was not partially rejected. In Chapter 3, using the Logit model with panel data (2011-2016) taking into account that the dependent variable had been measured by a score that ranged between 1 and 4 in the quality of the report of the Non-GAAP measure. The results show a distinct behavior, where the quality of EBITDA CVM suffers direct positive influence from the CVM Statute 527/12 , although the quality of the adjusted EBITDA report does not present the same influence. The likelihood of EBITDA CVM be reported with higher quality increases when large companies disclose the use of this measure and after CVM regulation, but that likelihood decreases when analyst coverage increases, and when the net profit per share of the company beats analysts consensus. As for adjusted EBITDA, the relationship found between growth companies and the greater likelihood of reporting an quality adjusted EBITDA agrees with the third hypothesis of this paper. It is justified by the greater presence of non-recurring items in growth companies, thus the Non-GAAP report would seek to lower the effects of these non-recurring items on management released operating results. In relation to leverage, to infer that companies in debt are more likely to report an adjusted EBITDA of higher quality due to scrutiny from lenders, assumes, among other things, the use of this measure in debt contractual clauses, which is a matter beyond the scope of this paper. Therefore, the main contributions of this paper are: discuss alternative measures of financial performance within the context of Non-GAAP information; show empirical evidence of the relevance of this type of information in the Brazilian market, as well as highlight the existence of opportunistic motivations (EBITDA CVM) and informative motivations (adjusted EBITDA) for quality Non-GAAP information reports.

Keywords: Non-GAAP Information. *Value relevance.* Opportunistic. Informativeness Earnings management.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Coleta EBITDA CVM e do EBITDA Ajustado 29
Tabela 2 - Quantitativo Amostral 29
Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis analisadas 34
Tabela 4 - Média e Mediana anual. 35
Tabela 5 - Correlação de Pearson. 35
Tabela 6 - Value relevance incremental do Lucro Líquido. 36
Tabela 7 - Value relevance incremental do EBITDA CVM. 37
Tabela 8 - Value relevance incremental do EBITDA padronizado. 37
Tabela 9 - Value relevance incremental do EBITDA ajustado. 38
Tabela 10 - Value relevance relativo do Lucro Líquido por ação. 39
Tabela 11 - Value relevance relativo do EBITDA CVM. 39
Tabela 12 - Value relevance relativo do EBITDA Padronizado. 40
Tabela 13 - Value relevance relativo do EBITDA ajustado. 41
Tabela 14 - Análise do Value Relevance Incremental e Relativa do Lucro Líquido 43
Tabela 15 - Análise do Value Relevance Incremental e Relativo do EBITDA CVM. 44
Tabela 16 - Análise do Value Relevance Incremental e Relativo do EBITDA Padronizado..... 45
Tabela 23 - Matriz de correlação de Spearman do EBITDA CVM. 77
Tabela 24 - Matriz de correlação de Spearman do EBITDA Ajustado. 78
Tabela 25 - Análise da qualidade do reporte do EBITDA CVM usando Logit Ordenado..... 80
Tabela 26 - Análise da qualidade do reporte do EBITDA ajustado usando Logit Ordenado. ... 82
Tabela 27 - Análise da qualidade do reporte do EBITDA CVM usando Logit. 84

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Mensurações não contábeis 20
Gráfico 2 - Disclosures ao EBITADA CVM. 71
Gráfico 3 - Disclosures ao EBITDA ajustado. 72

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Variáveis Usadas: Value Relevance 30
Quadro 2 - Mensuração da Qualidade do EBITDA CVM. 61
Quadro 3 - Mensuração da Qualidade do EBITDA Ajustado..... 62
Quadro 4 - Variáveis utilizadas: oportunismo e informatividade. 66

LISTA DE SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DRE	Demonstração de Resultados
EBITDA	*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*
EUA	Estados Unidos da América
FASB	*Financial Accounting Standards Board*
GAAP	*Generally Accepted Accounting Principles*
GR	Gerenciamento de Resultados
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IASB	*International Accounting Standards Board*
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
SEC	*Securities and Exchange Commission*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 9

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO 9

1.2. PROBLEMAS DE PESQUISA 11

1.3. OBJETIVOS 13

1.3.1. Geral 13

1.3.2. Específicos 13

1.4. JUSTIFICATIVA 14

2 *VALUE RELEVANCE* DA INFORMAÇÃO NON-GAAP: EVIDÊNCIAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO 16

2.1. INTRODUÇÃO 17

2.2. REFERENCIAL TEÓRICO 18

2.2.1. Informação Non-GAAP 18

2.2.2. *Value Relevance* da Informação Contábil 21

2.2.3. *Value Relevance* da Informação Non-GAAP 24

2.3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 28

2.3.1. Amostra e Coleta de Dados 28

2.3.2. Definição da Variáveis 29

2.3.3. Descrição do Modelos 31

2.4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS 33

2.4.1. Análise Descritiva 33

2.4.2. Análise do *Value Relevance* Incremental 35

2.4.3. Análise dos Resultados do *Value Relevance* Relativo 38

2.4.4. Teste de Sensibilidade 41

2.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 45

3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO NON-GAAP E O *TRADE-OFF* ENTRE OS INCENTIVOS OPORTUNÍSTICOS E DE EFICIÊNCIA NO SEU REPORTE 47

3.1. INTRODUÇÃO 48

3.2. REFERENCIAL TEÓRICO 49

3.2.1. Regulação Contábil e *Disclosure* Voluntário de Informações Non-GAAP 49

3.2.2. Gerenciamento de Resultados e a Informação Non-GAAP 53

3.2.3. Eficiência da Informação Non-GAAP 57

3.3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 60

3.3.1. Campo Amostral e Coleta de Dados 60

3.3.2. Mensuração das Variáveis 61

3.3.2.1. Variável dependente 61

3.3.2.2. Variáveis Independentes 63
3.3.3. Modelos propostos 67
3.4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS 69
3.4.1. Análise do *disclosure* dos EBITDA's 69
3.4.2. Análise Descritiva 73
3.4.3. Análise da Qualidade do Reporte dos EBITDA's 79
3.4.4. Teste de Sensibilidade 83
3.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 85
4 CONCLUSÕES 87
REFERÊNCIAS 89
APÊNDICES 95

1 INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) sustenta que os mercados são eficientes quando toda informação disponível está ou será, rapidamente, refletida nos preços dos ativos (FAMA, 1970). Dessa forma, uma implicação empírica testável para a HME é que se os preços atuais estão em equilíbrio (refletindo todas as informações disponíveis), pela lógica do *fair game*, a expectativa de retorno anormal será igual a zero, ou seja, os agentes não conseguirão obter retornos anormais (FAMA, 1970). Nesse sentido, espera-se que quando uma informação ou um conjunto de informações contábeis sejam divulgadas, os preços se ajustem rapidamente (GRILLO *et al.*, 2016), indicando que, no processo de precificação de ativos, a informação contábil disponibilizada é relevante.

Assim, a relevância da informação contábil está ligada à sua capacidade de ser refletida nos preços das ações ou no valor de mercado da empresa e, dessa forma, o campo de pesquisas em *value relevance* é projetado para avaliar se determinados valores contábeis refletem informações que os investidores utilizam para avaliar as empresas (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Os estudos nessa área usam, em sua maioria, informações contábeis relativas aos lucros e ao patrimônio líquido das companhias.

O lucro é considerado a informação mais importante do sistema contábil (GRAHAM, HARVEY, RAJGOPAL, 2005). Todavia, alguns estudos (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; DICHEV; TANG, 2008; FRANCIS; SCHIPPER, 1999) têm identificado, nos últimos tempos, uma tendência ao declínio da relevância do lucro contábil, muito embora a relevância do patrimônio líquido não tenha demonstrado a mesma tendência, ou até mesmo apresente uma tendência inversa à do lucro (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; FRANCIS; SCHIPPER, 1999).

Algumas possíveis explicações são dadas por Collins, Maydew e Weiss (1997) para justificar a redução do *value relevance* do lucro líquido. Os referidos autores relataram, dentre outras coisas, um aumento notável na evidenciação de itens não recorrentes, e descobriram que esses aumentos explicam parte da mudança no *value relevance* do lucro para o patrimônio líquido (redução e incremento, respectivamente), onde evidenciou-se uma redução na relevância dos lucros contábeis quando as empresas relatam itens não recorrentes.

Por sua vez, o aumento de incidência de itens não recorrentes pode ser uma das razões para a proliferação do *disclosure* de informações Non-GAAP (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). De

forma sucinta, os Non-GAAP são definidos como informações baseadas em dados não contábeis ou em dados contábeis ajustados por itens considerados pela gestão como não recorrentes ou não caixa (BRADSHAW; SLOAN, 2002; BHATTACHARYA *et al.*, 2003). Assim sendo, os Non-GAAP são informações não contidas no escopo das normas emitidas por orgãos reguladores como o IASB, consequentemente permitem significativo aumento da discricionariedade à gestão quanto a sua construção.

Nas pesquisas sobre Non-GAAP, duas correntes – informatividade e oportunismo – estabelecem hipóteses antagônicas, mas não exclusivas, quanto aos incentivos relacionados ao reporte das informações Non-GAAP. Especificamente, a corrente informativa examina o *value relevance* da informação Non-GAAP e documenta evidências de que os lucros Non-GAAP são mais relevantes do que os lucros contábeis (BRADSHAW; SLOAN, 2002; BROWN, L. D.; SIVAKUMAR, 2003).

Alguns achados empíricos (BHATTACHARYA et al., 2003; 2002) mostram que, em média, os resultados Non-GAAP têm um poder explicativo incremental e significativo em relação aos retornos, além daquele contido nos lucros operacionais ou lucro líquido contábil. Também é documentada uma relação inversa entre a probabilidade de reporte de lucros Non-GAAP e a informatividade dos lucros contábeis (LOUGEE; MARQUARDT, 2004). Esses achados vão ao encontro da hipótese de informatividade (eficiência) como incentivo por trás da proliferação do uso da informação Non-GAAP.

Todavia, a prática comum no cálculo dos lucros Non-GAAP de excluir despesas transitórias que são menos relevantes para as operações em curso das empresas resulta em lucros Non-GAAP, que são, em média, superiores a lucros contábil (CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014). É evidenciado também a não comparabilidade dessas medidas ao longo do tempo e também entre as empresas, devido ao grande número de diferentes ajustes que são realizados para se chegar a essas medidas (BHATTACHARYA et al., 2003). Assim, sob a perspectiva oportunística, defende-se a possibilidade da informação Non-GAAP ser usada como uma medida de representação distorcida do desempenho da empresa e, consequentemente, induzir o *misprincig*[1] por parte dos investidores, já que tais medidas não são reguladas e nem auditadas (BLACK, E. L., 2017).

Portanto, o desafio para a academia, investidores e reguladores é constatar se a flexibilidade, inerente a medidas Non-GAAP, é usada de forma informativa a respeito dos principais componentes que constituem o resultado econômico da empresa, tornando-se útil

[1] Erro de precificação. É a situação em que um ativo não está sendo transacionado pelo seu valor justo.

para a tomada de decisão; sem esquecer da possibilidade e das prováveis consequências dessa informação possuir finalidade oportunística. É nesse cenário inconclusivo sobre o *value relevance* da informação Non-GAAP e os incentivos e consequências advindas do seu reporte que esta pesquisa se insere.

1.2. PROBLEMAS DE PESQUISA

As companhias utilizariam as métricas de desempenho Non-GAAP acreditando que, ao fazê-lo, estão fornecendo aos investidores uma melhor compreensão do negócio. Assim, a divulgação de medidas de desempenho além daquelas contidas no *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), forneceriam aos investidores uma visão sobre a empresa através dos olhos da administração. Nesse ponto, é importante enfatizar que divulgações de informações Non-GAAP são feitas tanto por analistas como por companhias (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). Contudo, esta pesquisa limitou-se a investigar apenas o reporte de informações Non-GAAP das companhias.

A discricionariedade permitida aos gerentes na construção das métricas Non-GAAP tornaria tais métricas mais representativas no desempenho contínuo da empresa (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010), sendo estas tipicamente mais persistentes do que os lucros GAAP (BHATTACHARYA et al., 2003) e mais úteis para fins de *valuation* (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). Em vista disso, o lucro Non-GAAP seria útil para investidores, uma vez que estão mais fortemente associados aos retornos, preços das ações e lucros futuros do que os lucros GAAP (BRADSHAW; SLOAN, 2002).

Assim, foi verificada a associação incremental e a associação relativa, de acordo com a taxonomia apresentada em Holthausene Watts (2001), do lucro contábil, do EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) conforme a CVM (EBITDA CVM) e do EBITDA ajustado, por meio do modelo de Collins, Maydew, Weiss (1997). A escolha do EBITDA CVM e do EBITDA ajustado como variáveis de estudo, dentre os demais Non-GAAPs, é justificada por evidências de que mais de 90% e 44%, respectivamente, das companhias abertas no Brasil divulgam tais métricas (KPMG, 2016).

Dessa forma, a primeira parte deste trabalho, explorada no capítulo 2, levantou o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relevância da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, no mercado de capitais brasileiro?**

Buscando respaldar, ou não, a perspectiva de utilidade da informação Non-GAAP no mercado de capitais brasileiro, um segundo passo foi dado tentando verificar a relação entre a qualidade das informações Non-GAAP e os motivos (oportunismo ou informatividade) para o seu reporte.

Sob a ótica da informatividade, a flexibilidade dada aos gestores, em relação à construção das medidas Non-GAAP, seria usada de forma à torna tais medidas mais informativas do que o resultado GAAP e consequentemente mais *value relevance*. As exclusões que originam os Non-GAAP, sendo realmente de itens não caixa ou não recorrentes, forneceriam informação sobre a persistência dos resultados. Portanto espera-se encontrar incentivos motivacionais para o reporte de informações Non-GAAP de qualidade que estejam em linha com a hipótese de informatividade.

Por outro lado, propõe-se que a gestão possui um conjunto de escolhas que podem ser usadas para influenciar a percepção dos *stakeholders* sobre o desempenho econômico-financeiro da empresa. Uma dessas técnicas pode ser a divulgação[2] voluntária de informações Non-GAAP ou o gerenciamento de resultados. A seleção dentre as escolhas disponíveis nesse conjunto, em um dado período, dependeria da relação custo *versus* benefício de cada escolha (BLACK, E. L. *et al.*, 2017)

A relação entre o gerenciamento de resultados (por *accrual* ou por atividades reais) e o reporte de divulgação de lucros Non-GAAP é explicada pela perspectiva oportunística, onde se evidencia uma relação de determinação (BLACK, E. L. *et al.*, 2017), bem como uma associação entre a divulgação de resultados Non-GAAP oportunísticos e a incapacidade gerencial de atingir as metas de resultados com ou sem a utilização de gerenciamento de resultados (ELSHAFIE; YEN; YU, 2010). Assim, espera-se uma menor necessidade para anunciar lucros Non-GAAP de menor qualidade, uma vez que a gestão da empresa possua à habilidade de entregar os resultados esperado sem utilizar-se de técnicas de gerenciamento de resultados, ou até mesmo nos casos em que é usado o gerenciamento de resultados por meio de *accrual*s ou por atividades.

Considerando a discussão sobre as práticas informativas ou oportunísticas em relação à informação Non-GAAP e as tentativas de órgãos reguladores em aumentar a qualidade do reporte dessas informações, têm-se o segundo problema de pesquisa que foi explorado no

[2] As palavras, divulgação, evidenciação, reporte e *disclosure* são usadas como sinônimos no presente trabalho.

capítulo 3 deste estudo: **Qual a relação entre a qualidade das informações Non-GAAP e o *trade-off* entre os incentivos oportunísticos e de eficiência no seu reporte?**

Espera-se que uma alta qualidade da informação Non-GAAP e uma maior incidência de exclusões de itens não recorrentes ou não caixa, denotem uma motivação informativa para o reporte de informações Non-GAAP. Por outro lado, a ótica oportunística propõe uma relação substitutiva ou até mesmo complementar entre o uso de Non-GAAP de baixa qualidade e o gerenciamento de resultados, já que as duas práticas teriam como objetivo entregar um resultado desejado pelo gestor.

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. Geral

O objetivo geral desse estudo é analisar a relevância da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, além da relação da qualidade do *disclosure* dessa informação com o *trade-off* entre os incentivos oportunísticos e de eficiência no seu reporte.

1.3.2. Específicos

Pela divisão do trabalho em dois capítulos, os objetivos específicos também foram segregados de forma a fazer referência a cada capítulo separadamente. De "I" a "III" estão descritos os objetivos específicos do capítulo sobre *value relevance* da informação Non-GAAP, enquanto que de "IV" a "VI" são os objetivos específicos referentes ao capítulo sobre a qualidade e os incentivos por trás do reporte de informações Non-GAAP.

I. Analisar o poder explicativo do EBITDA CVM e EBITDA ajustado de forma comparativa ao do Lucro Líquido;
II. Verificar o *value relevance* incremental e relativo do EBITDA CVM, EBITDA ajustado, EBITDA padronizado e do Lucro Líquido;
III. Analisar o *value relevance* usando retornos estimados de acordo com a data de divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas;
IV. Verificar se as companhias divulgam reconciliações quantitativas para informações históricas e prospectivas das diferenças entre a medição Non-GAAP e a medição contábil;
V. Verificar se as companhias citam as razões pelas quais acreditam que as medidas Non-GAAP fornecem informação útil aos investidores;

VI. Avaliar a qualidade da medidas Non-GAAP estudadas.

1.4. JUSTIFICATIVA

Uma série de pesquisas sobre informações Non-GAAP abordam a forma como são construídas (CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014, 2014) e reportadas (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005), as motivações por traz do seu reporte (BRADSHAW; SLOAN, 2002), o *value relevance* dessa informação (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010) e a qualidade da divulgação comparativamente entre os períodos pré e pós *Regulation G* (BLACK, D. E. *et al.*, 2012; ZHANG; ZHENG, 2011).

No presente estudo, foi explorado o *value relevance* da informação Non-GAAP, pois embora este tipo de estudo tenha se tornado, já há algum tempo, objeto de investigação de pesquisas internacionais, no contexto brasileiro foram encontrados poucos estudos, como por exemplo o de Silva, Macedo e Marques (2012) e Vieira e Girão (2012). Silva, Macedo e Marques (2012) analisaram a relevância das informações contábeis sobre lucro líquido, EBITDA e fluxo de caixa operacional de empresas do setor elétrico brasileiro no período de 2005 a 2007, encontrando, dentre outras coisas, que a informação contida no EBITDA não é *value relevance*.

Por sua vez, Vieira e Girão (2012) analisaram a relevância do EBITDA sobre o prisma da Instrução CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 527/2012, que padroniza a forma de cálculo e divulgação desse Non-GAAP, tornando-o uma métrica de mensuração explicitamente definida. Os resultados do referido estudo indicam que o EBITDA regulado não seria relevante para o mercado de capitais brasileiro. Diferentemente dos referidos estudos, nesta pesquisa, o EBITDA foi tratado como uma informação Non-GAAP, bem como também foi analisado o EBITDA ajustado por ser uma medida Non-GAAP sem qualquer determinação regulatória.

De forma complementar foi explorada a relação da qualidade da informação Non-GAAP com as duas motivações (oportunismo e informatividade) comumente encontradas na literatura, mas dificilmente testadas conjuntamente. O intento aqui vai além do que foi encontrado em outras pesquisas que se preocuparam apenas com o aspecto oportunístico (BLACK, E. L. *et al.*, 2017) como determinante da divulgação de medidas Non-GAAP, e mesmo explorando as duas razões e chegando à conclusão de que não são mutuamente excludentes, Lougee e Marquardt (2004) não relacionaram essas motivações à qualidade do reporte das informações Non-GAAP.

Portanto, explorar o *trade off* das motivações para o reporte de informações Non-GAAP relacionando-as com a qualidade do seu reporte no mercado acionário brasileiro atribui a essa pesquisa um ineditismo, bem como adiciona evidências à literatura pertinente sobre como as informações Non-GAAP fornecidas pelas companhias abertas no Brasil, podem ser relevantes ou não. Em outras palavras, espera-se que os resultados dessa pesquisa auxiliem no discernimento dos usuários dessa informação em relação à segurança e às fragilidades da mesma, bem como possibilitem avaliar a utilidade desse tipo de informação para a tomada de decisão.

No que concerne à CVM e outros órgãos reguladores, e levando-se em consideração que a informação Non-GAAP seja *value relevance*, o desafio está em como poderiam atribuir definições aos vários tipos de Non-GAAP existentes e, em seguida, decidir se deveriam permitir a divulgação e quais seriam os tipos permitidos (e os não permitidos), e em que condições. Esse tipo de análise torna possível que algumas mensurações Non-GAAP possam vir a ser futuras mensurações GAAP (KABURECK, 2017). Posto isto, torna-se importante compreender a relação entre os incentivos por trás dessas práticas de divulgação no mercado de capitais brasileiro de maneira a auxiliar a percepção dos agentes do mercado e dos órgãos normatizadores no sentido de avaliar a necessidade ou não de impor regulação sobre essas medidas.

Nesse sentido, ao testar o *value relevance* e a qualidade do reporte do EBITDA CVM, pode-se fazer inferências sobre a eficácia da Instrução Normativa nº 527/2012 e do Ofício-Circular n° 01/2006 da CVM, uma vez que esses dois instrumentos prescrevem uma maior transparência no constructo e no reporte das medidas Non-GAAP, de maneira a dar ao leitor das informações financeiras uma ideia mais clara sobre a formação da medida. Essas ações da CVM demonstram seus esforços para minimizar os perigos atrelados à divulgação de informações Non-GAAP.

2 *VALUE RELEVANCE* DA INFORMAÇÃO NON-GAAP: EVIDÊNCIAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

RESUMO

O objetivo dessa primeira parte do trabalho foi verificar a relevância da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, no mercado de capitais brasileiro. As duas medidas Non-GAAP analisadas foram o EBITDA CVM e o EBITDA ajustado, em que a primeira possui determinações regulatórias explicitas (Instrução Normativa CVM nº 527/12) quanto à forma de cálculo e divulgação, enquanto que a segunda não possui as mesmas determinações e, portanto, seu cálculo é mais sujeito a discricionariedade da gestão da empresa. As duas medidas Non-GAAP foram coletadas diretamente nos formulários de referência das empresas entre os anos de 2010 a 2016. A regressão quantílica e a regressão linear foram usadas como forma de verificar a associação incremental e relativa das referidas variáveis com o retorno das ações. Os resultados encontrados para o EBITDA CVM evidenciam associação incremental e relativa significante com os retornos das ações, quando estes foram calculados usando cotações de três dias antes (t-1) e três dias após (t) à divulgação das demonstrações contábeis. Dessa forma, a hipótese I desse estudo não é, parcialmente rejeitada, levando-se em conta o *value relevance* verificado do EBITDA CVM, ainda que para o EBITDA ajustado o mesmo resultado não seja verificado. Ressalta-se, ainda, os resultados da variável Lucro Líquido, tendo em vista que com ou sem a inclusão da variável Patrimônio Líquido no modelo, o Lucro Líquido não se mostra significante apenas para explicar os retornos, mesmo quando estes foram calculados em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis. Esse resultado pode estar atrelado as sucessivas baixas, em média, na lucratividade das empresas da amostra durante o período.

Palavras-chave: *Value Relevance*, Informação Non-GAAP, lucro GAAP.

2.1.INTRODUÇÃO

A informação contábil é tida como relevante quando é capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2011). Considerando a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), tem-se que a informação contábil, no âmbito do mercado de capitais, é relevante quando reflete nos preços das ações o conteúdo informacional sobre a situação financeira e o desempenho da companhia. Pesquisas sobre a relevância da informação contábil têm como trabalho seminal o artigo de Ball e Brown (1968) intitulado *An Empirícal Evaluation of Accounting Income Numbers*, tido como um marco na literatura sobre o tema. A principal contribuição do referido estudo foi constatar que a informação contida no lucro líquido anual é útil, dada a associação com o preço das ações (BALL; BROWN, 1968).

Ohlson (1995) também contribui com a literatura sobre *value relevance* da informação contábil formulando de um instrumento, teórico e matemático, para avaliação de empresas, onde o papel da informação contábil é ressaltada, tendo o patrimônio líquido e os lucros como bases para a estimação do valor da empresa. A informação do lucro líquido gerada pela Contabilidade seria o resultado da aplicação de um conjunto de procedimentos à um conjunto de eventos, ou seja, é um valor residual obtido ao final da aplicação dos procedimentos contábeis (BALL; BROWN, 1968, p. 160).

A dinâmica do mundo dos negócios exige da Contabilidade, o desenvolvimento e aplicação de procedimentos adequados à geração de informações confiáveis e relevantes. Com isso, pode-se questionar até onde é relevante considerar, no cômputo do lucro líquido, itens não recorrentes ou não operacionais, dado o aumento desses itens (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997) e uma consequente redução do *value relevance* do lucro líquido quando comparado as medidas Non-GAAP (BROWN, L. D.; SIVAKUMAR, 2003) imediatamente comparáveis.

Ressalta-se que um dos motivos apontados para a divulgação de informações Non-GAAP seria o aumento da ocorrência de itens transitórios e não recorrentes, (ELSHAFIE; YEN; YU, 2010), e a justificativa para a maior relevância desse tipo de informação estaria na abordagem de mensurar o desempenho da empresa desconsiderando a incidência de tais itens, e assim fornecer um número com maior poder preditivo em relação aos fluxos de caixa operacionais futuros da empresa.

Portanto, pela hipótese de eficiência da informação Non-GAAP, os gerentes podem destacar de forma detalhada a natureza transitória de itens que afetam os lucros GAAP, e assim forneceriam aos investidores e analistas uma melhor medida de lucro que poderia

adequadamente refletir a performance da empresa, podendo ser usada para prever fluxos de caixa futuros e realizar avaliações de empresas. Nesse sentido, a proliferação do *disclosure* voluntário de métricas de desempenho Non-GAAP pode ser considerada como uma tentativa de gerentes e analistas de fornecerem uma importante distinção entre componentes persistentes e não recorrentes dos lucros (DICHEV; TANG, 2008).

Respaldado por evidências empíricas em mercados de capitais internacionais sobre o *value relevance* da informação Non-GAAP (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010; ENTWIST; FELTH; MBAGW, 2010; VENTER; EMANUEL; CAHAN, 2014) e pelo constatado reporte de medidas Non-GAAP por companhias abertas no mercado de capitais brasileiro (KPMG, 2016), o objetivo dessa primeira parte do trabalho foi verificar a relevância da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, no mercado de capitais brasileiro.

2.2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.2.1. Informação Non-GAAP

De acordo com Bhattacharya et al. (2003), resultados Non-GAAP ou *pro forma*[3] (PF) são resultados mensurados de acordo com o GAAP e que sofrem ajustes para itens considerados pela gestão como incomuns ou não recorrentes. Black, D. E. *et al.*(2017) discutem que, apesar de céticos acreditarem que o Non-GAAP é uma ameaça ao GAAP tradicional, orgãos normatizadores têm reconhecido o potencial informativo do Non-GAAP para os investidores e até têm trabalhado para estabelecer bases para as empresas divulgarem informações alternativas de lucros mais desagregadas/claras, objetivando auxiliar a capacidade dos investidores de interpretar métricas de resultados "não padronizadas".

A *Securities and Exchange Commission* (SEC), por exemplo, emitiu em janeiro de 2003 o *Regulation* G, definindo as informações Non-GAAP como:

> [...] uma mensuração numérica do desempenho financeiro histórico ou futuro, status financeiro ou fluxo de caixa financeiro de entidade registrada que inclua valores que não façam parte da mensuração GAAP imediatamente comparável ou exclua valores que façam parte da mensuração GAAP imediatamente comparável (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2003).

[3] Non-GAAP é considerado um termo mais abrangente e inclui as informações pro forma (ENTWIST; FELTH; MBAGW, 2010)

Além de definir o que são informações Non-GAAP, o *Regulation* G, estabelecido no Release 33-8176 sob o título de "*Conditions for use of Non-GAAP Financial Measures*", também orienta que a divulgação dessa informação seja feita de forma a atribuir comparabilidade e compreensibilidade em relação à informação reportada em conformidade com o GAAP. Assim, a divulgação de uma medida não contábil feita pela empresa deve:

a) incluir a apresentação da medida contábil mais diretamente comparável calculada e apresentada de acordo com os princípios e normas contábeis;

b) a reconciliação quantitativa para informações históricas e prospectivas das diferenças entre a medida não contábil e a medida contábil;

c) uma declaração descrevendo as razões pelas quais a companhia acredita que as medidas não contábeis fornecem informação útil aos investidores, ou ainda as companhias devem apresentar argumentos, porque os investidores devem valorizar as medidas contábeis no contexto em que são apresentadas, dado os itens excluídos nas medidas contábeis;

d) a elaboração das medidas não contábeis deve ser feita de forma consistente com a apresentação de períodos anteriores e, se for necessária uma mudança, uma descrição completa na mudança dessa metodologia.

Note-se que o *Regulation G* não proíbe ou limita o reporte de informações Non-GAAP; em vez disso, ressalta a necessidade de maior transparência ao considerar que a reconciliação do lucro Non-GAAP com aqueles divulgados dentro dos padrões GAAP resulta em uma informação mais clara e comparativa para os investidores. Esse posicionamento da SEC pode indicar o entendimento de que a informação Non-GAAP também é considerada informativa por excluir itens transitórios e, assim, fornecer informação a respeito da persistência dos componentes do resultado e consequentemente adicionar maior previsibilidade sobre os resultados futuros (CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014).

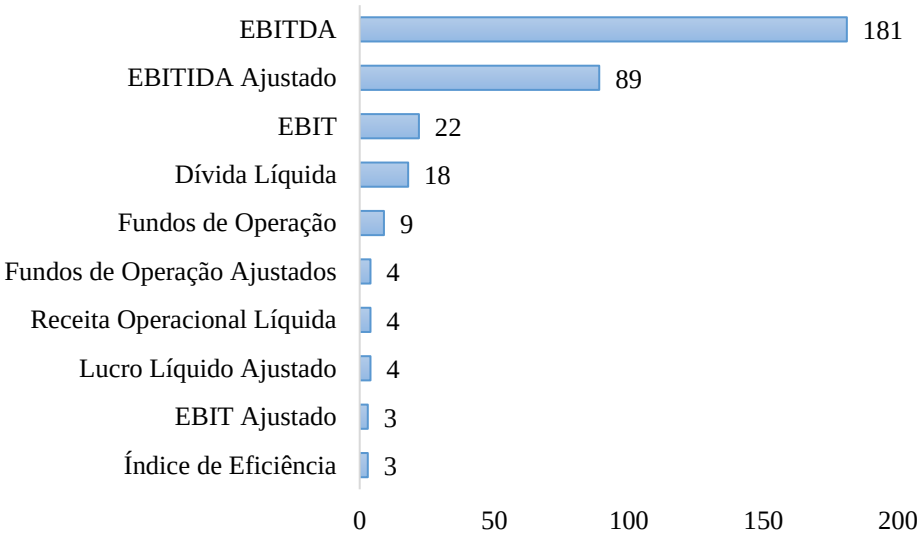
No contexto brasileiro, de acordo com a CVM, em seu Ofício-Circular n° 01/2006, é comum o uso de informações Non-GAAP por parte das companhias abertas brasileiras em seus relatórios de administração e, em alguns casos, em notas explicativas. No geral, essas informações são apresentadas de forma muito particular pelas companhias e de forma divergente entre elas.

Em linha com o ambiente internacional, a CVM corrobora as diretrizes apresentadas pela SEC no *Regulation G* e estabelece também que seja feita uma menção, ao final do comunicado, relatório de administração ou documento que mencione as medidas não contábeis, se foi realizada ou não a revisão por auditores independentes. Assim, embora o principal objetivo da auditoria independente seja certificar que as demonstrações contábeis foram

elaboradas de acordo com o GAAP, observa-se a possibilidade de os auditores independentes também revisarem as informações financeiras Non-GAAP e aumentarem a credibilidade dessa informação junto aos seus usuários.

De outra maneira, a atuação de firmas de auditoria junto à informação financeira para o mercado de capitais também se dá com o desenvolvimento de estudos investigativos. Em um trabalho intitulado "Um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medidas não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente", a KPMG (2016) define os Non-GAAP como as medidas não contidas e/ou não definidas na estrutura contábil para elaboração e divulgação de relatório contábil. Nesse mesmo estudo são evidenciadas as dez (vide Gráfico 1) medidas Non-GAAP mais divulgadas pelas companhias abertas do mercado brasileiro, com base no formulário de referência do ano de 2015.

Gráfico 1 - Mensurações não contábeis



Fonte: Retirado de KPMG, 2016.

Como é possível notar, a mensuração Non-GAAP mais usada pelas companhias no mercado de capitais brasileiro é o EBITDA ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização), seguido do EBITDA ajustado. Isso possivelmente foi umas das razões para a edição da Instrução CVM nº 527/2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas EBITDA ou LAJIR e EBIT (Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido). A referida

Instrução limita a discricionariedade da gestão quanto ao cálculo e à forma de divulgação do EBITDA e do EBIT, porém deixa margem para a forma de elaboração do EBITDA ajustado.

No campo acadêmico, o trabalho de Ervin L. Black (2016) relata algumas das medidas Non-GAAP divulgadas pelas companhias, como: Taxas ajustadas de crescimento orgânico de receitas e pedidos; Lucro total dos setores; Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) (após os impostos); Retorno sobre o capital empregado (ROCE) ajustado; Fluxo de caixa livre (FCF); LAJIDA (EBITDA) ajustado, LAJIR (EBIT) ajustado e margens de LAJIDA (EBITDA) ajustadas; Efeitos sobre os resultados da alocação do preço de compra (PPA); Dívida líquida; e, Dívida líquida industrial ajustada.

A ampla variedade de medidas Non-GAAP, a facilidade e a velocidade com a qual podem ser criadas, adaptadas e ajustadas despertam cuidados quanto ao seu potencial oportunístico, e para Zhang e Zheng (2010) a discricionariedade considerável que os gestores têm sobre a definição de resultados Non-GAAP é objeto de preocupação dos órgãos reguladores. Conquanto também argumente-se quanto ao potencial informativo das medidas Non-GAAP como métrica de avaliação do desempenho da firma, sendo usadas por uma variedade de grupos de partes interessadas, inclusive investidores, credores, funcionários, comitês de remuneração (BLACK, E. L., 2016).

2.2.2. *Value Relevance* da Informação Contábil

As pesquisas sobre a relevância da informação contábil no mercado de capitais têm como base a hipótese de mercado eficiente (FAMA, 1970) de que os preços das ações refletem todas as informações diponíveis e relevantes, sendo portanto, um consenso de agentes (investidores) compradores e vendedores num determinado momento, e que toda e qualquer nova informação disponibilizada será rapidamente incorporada a esse consenso (preço). Logo, se o preços das ações de fato se ajustam rapidamente a novas informações disponibilizadas, então variações de preços iriam refletir o fluxo de informações feitas ao mercado, como por exemplo a divulgação de relatórios financeiros, que, causando observada revisão de preços, forneceria evidências sobre a utilidade de tal informação (BALL; BROWN, 1968).

Dessa forma, tem-se que um número contábil é útil quando esse número está associado aos preços das ações (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). Sobre isso, Barth, Beaver e Landsman (2001, p. 78) afirmam que a literutura sobre *value relevance* tenta operacionalizar as dimensões-chave da teoria normativa de orgãos, como o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), para avaliar a relevância e a confiabilidade dos valores contábeis. Conquanto, a forma como

geralmente são operacionalizadas as pesquisas em Contabilidade sobre o *value relevance*, geralmente usando regressões tendo o preço ou o retorno da ação como variável dependente e números contábeis como variáveis independentes, delimita o teste de utilidade da informação tendo apenas o investidor como usuário foco.

No âmbito normativo, a utilidade da informação contábil, de acordo com o CPC 00 (R1) referencia as características da relevância e representação fidedigna como essenciais para que a informação faça a diferença nas tomadas de decisões pelos usuários. Dessa forma, ao verificar uma associação de números contábeis com valores de mercado das empresas, presume-se que esse número é dotado de valor preditivo, valor confirmatório ou ambos (relevância), e sua mensuração é suficientemente confiável (representação fidedigna). Assim, os testes de *value relevance* comumente verificam conjuntamente a relevância e a representação fidedigna da informação contábil (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Em relação aos testes empíricos sobre o *value relvance*, Holthausen e Watts (2001) propuseram uma taxanomia que estabelece três categorias de estudos:

i. *Relative association studies:* investigam a associação entre valores de mercado da ação ou mudanças desses valores em função de mensurações alternativas de números contábeis. É a categoria de estudos que analisa comparativamente, por exemplo, se o padrão contábil existente é mais *value relevance* (apresentou um maior R^2 no modelo da regressão) do que um proposto.
ii. *Incremental association studies*: investigam se o número contábil ajuda a explicar os valores ou retornos de ações em um período mais longo de tempo considerando outras variáveis. Nessa categoria, quando o coeficiente da regressão é significantivamente diferente de zero, o número contábil é considerado *value relevance.*
iii. *Marginal information content studies*: investigam se dado número contábil adiciona poder informacional às informações divulgadas ao mercado. Nesse tipo de estudo, geralmente, é usada a metodologia de estudos de eventos, onde é verificado se a divulgação de um determinado número contábil está associada a alterações nos preços das ações.

Nas três categorias de estudos citadas, a utilidade da informação contábil é operacionalmente definida como uma mudança na expectativas dos agentes de mercado refletida nos preços das ações. É possível notar, em uma grande maioria do estudos sobre a relevância da informação contábil, o uso do lucro ou algum dos seus componentes como informação de interesse para teste. O lucro líquido é tido como um número de particular

interesse para os investidores, podendo ser um bom critério para a tomada de decisão (BALL; BROWN, 1968).

Dessa forma, considera-se que os lucros reportados possuam poder informativo se levam a alterações nas avaliações de investidores sobre a probabilidade de distribuição de retornos futuros (ou preços), de modo que haja uma mudança no valor de equilíbrio dos preços correntes de mercado (BEAVER, 1968). Assim, se os lucros reportados têm conteúdo informacional, a variabilidade das mudanças de preços será provavelmente mais alta quando o lucro for divulgado em comparação a outros períodos (BEAVER, 1968).

Portanto, os lucros são claramente uma das informações mais importantes do sistema contábil (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; VENTER; EMANUEL; CAHAN, 2014). Vários estudos realizaram testes para verificar o *value relevance* do lucro isoladamente ou de forma conjunta com o patrimônio líquido, em alguns foram evidenciadas a relevância do resultado contábil (BALL; BROWN, 1968; BATISTA, OLIVEIRA, MACEDO, 2017), embora em outros trabalhos tenha-se encontrado um declínio da associação incremental dos lucros ao longo do tempo (BRUGNI *et al.*, 2012; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; FRANCIS; SCHIPPER, 1999).

Usando o arcabouço teórico de avaliação fornecido por Ohlson (1995), que expressa o preço da ação em função do lucro e do valor contábil do patrimônio líquido da companhia, Collins, Maydew e Weiss (1997) investigaram mudanças sistemáticas no *value relevance* do lucro e do patrimônio líquido ao longo do tempo. Dentre seus achados, os autores constataram que o *value relevance*, conjunto do lucro e do patrimônio líquido, não diminuiu ao longo dos 40 anos analisados (1953-1993). Foi evidenciado também uma diminuição da associação incremental do *value relevance* do lucro líquido, muito embora grande parte disso pode ser explicado pelo aumento da frequência de lucros negativos, mudanças no tamanho médio e na intensificação de intangibilidade das firmas, bem como no incremento da ocorrência e magnitude de itens não recorrentes.

Já Francis e Shipper (1999) testaram as implicações empirícas relacionadas a possibilidade de que as demonstrações contábeis tivessem perdido sua relevância ao longo do tempo. Para os referidos autores, se a relevância das demonstrações financeiras diminuiu ao longo do tempo, era esperado observar uma queda em sua capacidade de explicar a variação *cross-section* dos retornos. Seus resultados não refutaram totalmente tal argumento, já que evidenciaram um declínio na relevância informacional do lucro e um incremento na relevância do patrimônio líquido sobre o período estudado.

No mercado de capitais brasileiro, Brugni *et al.* (2012) investigaram se os dividendos aumentam a informatividade dos lucros de empresas com ações listadas em bolsa. Seus resultados evidenciaram que os lucros, quando interagidos com dividendos, são mais informativos para explicar o preço das ações, apesar de a informação do lucro individualmente ter menos poder explicativo do que a dos dividendos.

O declínio do poder explicativo do lucro contábil sobre as variações nos preços (ou retornos) das ações é discutido nas três pesquisas citadas, e atribuído a fatos como:

i. os padrões e práticas de Contabilidade permaneceram estagnadas ou não acompanharam a dinâmica do mundo dos negócios, ou porque as normas e práticas contábeis mudaram de maneiras que não contribuíram para o *value relevance* da informação, ou ambas (FRANCIS; SCHIPPER, 1999);
ii. o incremento da divulgação de perdas e itens não recorrentes ou especiais, e o aumento da importância econômica dos ativos intangíveis que dificilmente são registrados pela Contabilidade (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997);
iii. o lucro líquido pode ser entendido como o resultado da aplicação de um conjunto de procedimentos contábeis, e a diversidade desses procedimentos poderia influenciar o poder explicativo/preditivo dos lucros tornando-os menos utéis para a tomada de decisão de investidores (BRUGNI *et al.*, 2012).

Quando os lucros não conseguem capturar aspectos importantes do desempenho da empresa, pode-se esperar o surgimento de uma demanda por medidas personalizadas de desempenho periódico, os Non-GAAP podem ser uma resposta a essa demanda (YOUNG, 2014). Portanto, considerando a ocorrência de uma diminuição da informatividade do lucros, pode-se dizer que os investidores estariam adotando métricas alternativas de mensuração de desempenho, além do lucro contábil, como forma de subsidiar suas decisões.

2.2.3. *Value Relevance* da Informação Non-GAAP

Uma das justificativas para a proliferação de medidas de lucro *pro forma* ou Non-GAAP é a de que elas podem ser ajustadas para incluir informações mais úteis do que o permitido pelo GAAP (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010). Esses ajustes seriam uma tentativa da gestão em fornecer uma distinção entre componentes persistentes e não recorrentes dos lucros (DICHEV; TANG, 2008). Adequadamente utilizadas, as medidas Non-GAAP podem ser extremamente valiosas, podendo melhorar a análise financeira isolando os efeitos de itens que

não promovem a compreensão das tendências históricas ou futuras de lucros ou fluxos de caixa (KABURECK, 2017).

Nesse sentido, os gestores e analistas que reportam Non-GAAP*s*, normalmente, defendem essa prática porque consideram os Non-GAAPs como uma melhor representação do desempenho corporativo sustentável da companhia do que o lucro GAAP, uma vez que o lucro Non-GAAP omite elementos do lucro GAAP que são não recorrentes, sem importância ou imaterial para previsão dos fluxos de caixa futuros da empresa (HUANG; SKANTZ, 2015).

Os Non-GAAP*s* são considerados como mensurações mais representativas dos lucros operacionais reportados e fornecem uma medida de performance mais relevante e persistente dos resultados da empresa (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010). Assim, para hipótese de informatividade do Non-GAAP, o incentivo para o reporte voluntário de métricas de desempenho customizadas é a alegada informatividade que as mesmas podem conter ao permitir que a gestão insira sua visão sobre a performance da empresa, em termos do que é considerado como núcleo operacional do negócio.

Alguns achados empíricos sustentam o incentivo informativo por trás do *disclosure* de Non-GAAP, evidenciando que existe maior probabilidade do reporte (LOUGEE; MARQUARDT, 2004) e ênfase (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005) de mensurações Non-GAAP quando os lucros GAAP têm baixa relevância.

Ponderando ou complementando a visão de que os números Non-GAAP refletem informações relevantes pela ótica da gestão sobre a persistência dos componentes do resultado da companhia, ressalta-se a necessidade do uso cauteloso ou consciente das informações Non-GAAP, pela possibilidade das mesmas serem reportes estratégicos da gestão, já que geralmente são construídas de forma particular entre empresas e até mesmo de forma distinta para a mesma empresa ao longo do tempo.

Mesmo que os ajustes feitos às métricas Non-GAAP sejam inconstantes e prejudiquem a sua comparabilidade entre empresas e para uma mesma empresa ao longo do tempo, Yuong (2014) discute a possibilidade das informações Non-GAAP representarem um meio *ad hoc* de diminuir o conservadorismo contábil ao reverter a assimetria advinda do reconhecimento mais rápido de perdas do que de ganhos que pode inviesar e tornar o resultado GAAP volátil e menos útil para avaliações e previsões.

Empiricamente, algumas pesquisas (BRADSHAW; SLOAN, 2002; BROWN, L. D.; SIVAKUMAR, 2003) examinaram a relevância do reporte de métricas *pro forma* e encontraram indicativos de que tais métricas são mais informativas do que os lucros GAAP. Bradshaw e Sloan (2002), por exemplo, descobriram que a discrepância entre GAAP (lucro líquido antes

de itens extraordinários) e lucros *pro forma* (I/B/E/S lucro líquido) aumentou durante o período 1985-1997, e que os lucros *pro forma* eram mais associados com retornos das ações do que o lucro GAAP. Alinhados a esse último resultado, Brown e Sivakumar (2003) compararam lucros pro forma (representados pelo lucro operacional trimestral I/B/E/S) com lucro operacional GAAP reportado pelas empresas, e encontraram que as informações fornecidas pelos lucros *pro forma* são mais relevantes do que as fornecidas pelos relatórios financeiros em conformidade com o GAAP.

Entwist, Felth e Mbagw (2010) investigaram, entre os anos de 2000 a 2004, se o lucro GAAP e os lucros Non-GAAP's emitidos por companhias e analistas são *value relevance*. Os resultados documentam que as três medidas de lucros possuem relevância, porém os lucros Non-GAAP reportados pelas companhias são significativamente mais relevantes do que os lucros Non-GAAP emitidos por analistas, que, por sua vez, são mais *value relevance* do que os lucros em conformidade com o GAAP.

Diferentemente dos estudos de Bradshaw e Sloan (2002) e Brown e Sivakumar (2003), a pesquisa de Albring, Cabán-García e Reck (2010) foi realizada em um contexto pós *Regulation G* que, apesar de ser uma regulação explicitamente dirigida ao mercado de capitais norte-americano, teve impacto nos demais mercados, sendo considerada uma das primeiras tentativas de regulação das informações Non-GAAP com o intuito de minimizar os risco de *mispricing* por parte dos usuários dessa informação.

É justamente nesse contexto pós *Regulation G* que os resultados da pesquisa de Black, D. E. *et al.*(2012) sugerem que os investidores prestam mais atenção às divulgações de lucros Non-GAAP do que aos lucros operacionais GAAP. Além disso, os investidores parecem desconsiderar divulgações de resultados Non-GAAP quando percebem que as exclusões de lucros são excessivamente agressivas. Uma das principais implicações dos achados do estudo de Black, D. E. *et al.*(2012) foi a constatação de que a implatanção do *Regulation G* resultou em um aumento da qualidade média das informações Non-GAAP.

Outras formas de regulação do reporte de Non-GAAP também podem ser vistas em outros mercados além do norte-americano,Venter, Emanuel e Cahan (2014), por exemplo, examinaram o *value relevance* dos componentes do lucro na África do Sul, onde há um requerimento obrigatório sob o reporte de um Non-GAAP, determinando os itens a serem eliminados de forma detalhada. Os seus resultados demonstraram que os lucros Non-GAAP relatados sob um regime obrigatório têm maior relevância do que lucros GAAP. Esse resultado constata que a informação Non-GAAP pode ser útil para os investidores em uma cenário onde a discricionariedade dos gestores é reduzida.

Em síntese, o fato da informação do lucro contábil ser formalmente definida limita a discricionariedade da gestão e estabelece um medida de desempenho padronizada que preza pela comparabilidade entre empresas, e, ao longo do tempo, para uma mesma empresa. Todavia, a inclusão de itens não recorrentes ou não caixa no cômputo do lucro contábil levanta discussões sobre sua qualidade no tocante a persistência e *value relevance*. Nesse contexto, as medidas Non-GAAP são justificadas como um atendimento à demanda do mercado por melhores métricas de desempenho, uma vez que seriam mais persistentes e úteis para fins de *valuation*.

Considerando o comprovado reporte de informações Non-GAAP pelas companhias no mercado de capitais brasileiro (KPMG,2016), avaliando ainda os argumentos sobre a qualidade de tais medidas em termos de valor preditivo, bem como evidências do *value relevance* dessas informações em outros mercados (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010; BRADSHAW; SLOAN, 2002; ENTWIST; FELTH; MBAGW, 2010; VENTER; EMANUEL; CAHAN, 2014), a primeira hipótese de pesquisa investigada foi:

H1: A informação Non-GAAP é value relevance no mercado de capitais brasileiro.

2.3.PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

2.3.1. Amostra e Coleta de Dados

Da população pesquisada, composta por 413 empresas (dados da *Thomson Reuters Eikon®)*, listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), foi extraída uma amostra não probabilística, obtida a partir da aplicação dos seguintes filtros:

- Não ser instituição financeira de capital aberto, já que tais instituições são reguladas com legislação e procedimentos específicos que podem impactar a contabilidade (MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; SANTOS; CAVALCANTE, 2014; SILVA FILHO; MACHADO, 2013)
- Divulgar o EBITDA conforme Instrução CVM nº 527/2012 ou o EBITDA ajustado por serem as duas variáveis de interesse do estudo;
- Para o cálculo dos retornos, foram considerados os primeiros preços de fechamento datados entre 28 a 30 de dezembro do ano de *t*-1. Em relação ao preço das ações para o ano *t*, considerou-se a última cotação de fechamento disponível entre 30 de abril a 02 de maio. As empresas que não apresentaram informações sobre as cotações, durante o período requerido, foram eliminadas da amostra;
- Ter informações anuais disponíveis nas bases de dados da *Thomson Reuters Eikon®* referentes ao lucro líquido, patrimônio líquido, total de ações em circulação.

Os dados foram coletados de forma anual tendo início em 2010, por ser o ano em que as *International Financial Reporting Standards* (IFRS) foram obrigatoriamente adotadas e o uso de dados anteriores a isso poderia inserir um viés indesejado em termos de diferenças do GAAP em vigor. O ano fim estabelecido para a coleta foi 2016 por ser o último período com dados disponíveis anualmente.

Das 413 ações de empresas disponíveis para consulta na base de dados da *Thomson Reuters Eikon®*, 136 foram caracterizadas como instituições financeiras, restando 277 empresas não financeiras para as quais foram coletadas as variáveis Non-GAAP (EBITDA CVM e o EBITDA ajustado) nos Formulários de Referências anuais, acessados por meio dos sites da CVM ou no site da B3. A Tabela 1 evidencia a distribuição, por ano, do quantitativo de empresas não financeiras que divulgaram (D), não divulgaram (ND), ou o formulário de referência não foi encontrado, ou não estava disponível para consulta (NT).

Tabela 1 - Coleta EBITDA CVM e do EBITDA Ajustado

Painel A - EBITDA CVM							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
D	170	183	194	193	201	198	194
ND	76	67	61	60	60	59	59
NT	31	27	22	24	16	20	24
Total	277	277	277	277	277	277	277
Painel A - EBITDA Ajustado							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
D	57	81	83	82	94	93	89
ND	193	170	172	174	166	165	165
NT	27	26	22	21	17	19	23
Total	277	277	277	277	277	277	277

Notas: D: Divulgaram a informação; ND: Não divulgaram a informação; NT: Não foi encontrado o formulário de referência. Dados para 277 empresas não financeiras.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

Foi trabalhado com dados em painel balanceado, onde os filtros e o quantitativo amostral final são evidenciados na Tabela 2.

Tabela 2 - Quantitativo Amostral

Painel Balanceado	
Amostra Inicial	**328**
Instituições Financeiras	**70**
Não divulgou EBITDA CVM todos os anos	125
Não divulgou EBITDA Ajustado todos os anos	106
Sem cotação em pelos menos um dos anos	6
Amostra Final	**21**

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Conforme dados da Tabela 2, o número de observações finais analisados nessa primeira parte de estudo foi de 147 entre os anos de 2010 a 2016.

2.3.2. Definição da Variáveis

Como variável dependente foi usado o retorno por ação calculado conforme especificado no Quadro 1, juntamente com as variáveis independentes.

Quadro 1 - Variáveis Usadas: *Value Relevance*

Variável	**Sigla**	**Definição**	**Cálculo**	**Sinal Esperado**
Retorno por ação	*Lnret*	Logaritmo natural do retorno da ação três meses após a data de encerramento das demonstrações contábeis.	É o quociente entre a primeira cotação de fechamento disponível para a empresa entre as datas 30 de abril a 02 de maio (t) do ano seguinte ao de encerramento das demonstrações e preço da ação do último dia de negociação do exercício de encerramento das demonstrações contábeis (t-1).	
Variáveis de Interesse	***Siglas***	**Definição**	**Cálculo**	**Sinal Esperado**
EBITDA CVM	*Ebc*	EBITDA calculado conforme Instrução 527/2012 da CVM.	Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização; dividido pelas ações emitidas.	+
EBITDA ajustado	*Eba*	EBITDA sem padrão específico definido para construção.	Extraído das divulgações de resultados anuais das companhias e dividido pelas ações emitidas.	+
EBITDA padronizado	*Ebp*	EBITDA disponibilizado pela base de dados *Thomson Reuthers Eikon®*	O EBITDA é EBIT para o ano fiscal mais a Depreciação, Amortização de Custos de Aquisição, e Amortização de Intangíveis.	+
Variáveis Controle	***Siglas***	**Definição**	**Cálculo**	**Sinal Esperado**
Lucro Líquido	*LpA*	Lucro líquido anual reportado.	Lucro Líquido por ação reportado na Demonstração de Resultados.	+
Patrimônio Líquido	*PLpA*	Patrimônio Líquido anual reportado.	Patrimônio Líquido anual reportado no Balanço Patrimonial dividido pelas ações emitidas.	+
Setor	*Sect*	*Dummy* por setor	Variável *dummy* para seis dos sete setores presentes na amostra final.	
Ano	*Year*	*Dummy* por ano	Variável *dummy* para seis dos sete anos da amostragem final.	
Crise	*Crs*	*Dummy* crise econômica	Variável *dummy* para os últimos três anos da amostragem final.	

Fonte: Elaboração própria, 2017.

A determinação do intervalo de tempo para coleta das cotações no período t (30 de abril a 02 de maio) segue prática similar aplicada por Batista, Oliveira e Macedo (2017), justificada pelas prerrogativas da Lei nº 6.404/1976 de que, até o dia 30 de abril do ano subsequente ao do encerramento das demonstrações contábeis, as companhias abertas publiquem seus relatórios financeiros anuais. Sendo assim, espera-se que nessa data todas as companhias já tenham publicado suas demonstrações e os preços das ações tenham incorporado essa informação. Todavia, como o teste de sensibilidade, em um segundo momento os retornos foram calculados usando o quociente entre a primeira cotação de fechamento após três dias da data de divulgação das demonstrações contábeis, e a primeira cotação de fechamento três dias anteriores à data de

divulgação das demonstrações contábeis. Esse procedimento foi possível devido à sistemática de coletada de dados da base *Thomson Reuthers Eikon*®, que fornece a data de divulgação das demonstrações contábeis por empresa.

Da mesma forma, a aplicação de logaritmo natural sobre o retorno também é um procedimento adotado em pesquisas sobre *value relevance* (SANTOS, A. C. DOS; STAROSKY FILHO; KLANN, 2014; VIEIRA; GIRÃO, 2012).

Sobre as variáveis EBITDA CVM e o EBITDA ajustado, tais variáveis são representativas dos números Non-GAAP, onde a primeira é uma métrica para a qual já existe regulação (Instrução nº 527/2012 da CVM) no mercado de capitais brasileiro em relação a sua forma de cálculo e divulgação. No entanto, para o EBITDA ajustado não há determinação explícita para a maneira como a gestão das empresas deve calcular a métrica, muito embora a já citada Instrução estabeleça critérios que devem ser atendidos no sentido de como divulgá-la. Quanto ao EBITDA padronizado, este foi incluído devido à verificada falta de padronização no cálculo do EBITDA CVM, logo o EBITDA padronizado (coletado na *Thomson Retheurs Eikon*) pode possuir um conteúdo informacional que difere da medida EBITDA reportada pelas empresas.

Por fim, as variáveis de controle, Lucro Líquido e Patrimônio Líquido, são baseadas no arcabouço teórico de Ohlson (1995) que estabelece uma ligação formal entre números contábeis e o valor de mercado de uma empresa, ainda que Ohlson (1995) empregue o conceito de lucro anormal, que seria o lucro excedente depois de descontado uma taxa de retorno exigida. Conquanto, exceto pelo uso do retorno da ação como variável dependente no lugar do preço, esta pesquisa utilizou o modelo de Collins et al. (1997) que é uma adaptação do modelo de Ohlson (1995), e usa o lucro líquido diretamente extraído da Contabilidade.

2.3.3. Descrição do Modelos

Com o objetivo de verificar a associação incremental e relativa do EBITDA CVM, do EBITDA ajustado, e do Lucro Líquido, foram usados mais de um modelo. Primeiro buscou-se analisar o *value relevance* incremental das referidas variáveis por meio de procedimento já adotado na literatura. (BATISTA, OLIVEIRA, MACEDO, 2017; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; GONÇALVES; CONEGLIAM; HENRIQUE, 2017; GRILLO *et al.*, 2016; SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012; VIEIRA; GIRÃO, 2012).

Assim, usando regressões lineares simples onde o retorno é a variável dependente, e tanto a variável contábil (*LpA*) como os números Non-GAAP são usados de forma isoladas, conforme as equações a seguir:

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 LpA_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$
$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 EBc_{i,t} + \varepsilon_i \quad (2)$$
$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 EBa_{i,t} + \varepsilon_i \quad (3)$$
$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 EBp_{i,t} + \varepsilon_i \quad (4)$$

Em que: *Ret* = retorno por ação da empresa *i* quatro meses após o encerramento das demonstrações contábeis; *LpA* = lucro por ação da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Ebc* = EBITDA por ação da empresa *i* no final ano fiscal *t* , calculado de acordo com a Instrução 527/2012 da CVM; *Eba* = EBITDA ajustado por ação da empresa *i* no final ano fiscal *t*; *Ebp*= EBITDA padronizado por ação da empresa *i* no final ano fiscal *t* coletado na base de dados *Thomson Reuthers Eikon*®; ε = valor termo do erro da regressão.

Em um segundo momento, foi testado o *value relevance* relativo da informação Non-GAAP e, para tanto, foi adicionado o Patrimônio Líquido por ação como variável de controle, com intuito de saber qual das quatro métricas de desempenho analisadas contém maior conteúdo informacional para explicar o valor de mercado da companhia (GONÇALVES; CONEGLIAM; HENRIQUE, 2017; SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012).

Baseado em Collins, Maydew e Weiss (1997), exceto pelo uso da variável retorno em vez do preço da ação, os seguintes modelos são descritos:

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 LpA_{i,t} + \beta_2 PLpA_{i,t} + \varepsilon_i \quad (5)$$
$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 EBc_{i,t} + \beta_2 PLpA_{i,t} + \varepsilon_i \quad (6)$$
$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 EBa_{i,t} + \beta_2 PLpA_{i,t} + \varepsilon_i \quad (7)$$
$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 EBp_{i,t} + \beta_2 PLpA_{i,t} + \varepsilon_i \quad (8)$$

Em que:

B_2 = Coeficiente de inclinação para o Patrimônio Líquido por ação;

PL = É a divisão do patrimônio líquido extraído do Balanço Patrimonial pelo número de ações da empresa i, no tempo t.

2.4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

2.4.1. Análise Descritiva

Nesta seção são analisadas as estatísticas descritivas das variáveis para intervalo de dados anuais, coletados entre 2010 a 2016. A Tabela 3 evidencia os valores médios, desvios padrões, medianas, máximos e mínimos para as variáveis "Retorno por ação" (*Lnret*), "Lucro líquido por ação" (*LpA*), "Patrimônio Líquido por ação" (*PLpA*), "EBITDA CVM" (*Ebc*), "EBITDA ajustado" (*Eba*) e "EBITDA padronizado" (*Ebp*). Observa-se uma alta variabilidade dos retornos (*Lnret)*, caracterizada pela dispersão dos dados – medida pelo desvio padrão – que é cerca de seis vezes superior à média, indicando uma alta heterogeneidade dessa variável. Nesse caso, a mediana tende a ser um valor mais representativo da distribuição amostral dos retornos.

Para a variável *LpA*, observa-se valores médios negativos e distintos da mediana, muito embora o desvio padrão seja alto (0,96%), indicando uma alta variabilidade do resultado líquido das empresas da amostra, que, inclusive, apresentaram resultados negativos representados pela média e pelo mínimo de R$ -0,0784 por ação. Em relação à variável *PLpA*, verifica-se a existência de valores negativos, indicando um passivo a descoberto para alguma das empresas da amostra, bem como pode-se observar que a heterogeneidade dos dados (desvio padrão de 0,0410) é uma das menores, relativa à média, entre todas as variáveis analisadas. As variáveis *Ebc* e *Eba* apresentam valores medianos próximos (0,23% e 0,27%, respectivamente), apesar de o *Eba* demonstrar maior heterogeneidade, com um desvio padrão de 0,96%, indicando uma maior variabilidade dos dados para essa medida Non-GAAP, uma vez que sua forma de cálculo não é padronizada pela CVM, diferentemente do Non-GAAP *Ebc* que possui tal determinação normativa.

Em relação à variável *Ebp*, seu desvio padrão é cerca de 2,02 vezes a média, caracterizando uma heterogeneidade presente, mas não a maior entre as demais variáveis, como a *LpA*, que é uma medida de resultado contábil com maior heterogeneidade entre as demais analisadas (*Ebc*, *Eba* e *Ebp*).

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis analisadas

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Observações	Mínimo	Máximo
Retorno (*Lnret*)	1,5484	12,227	0,0277	147	-73,5347	48,8445
Lucro líquido por ação (*LpA*)	-0,0003	0,0096	0,0004	147	-0,0784	0,5404
Patrimônio líquido por ação (*PLpA*)	0,2170	0,0410	0,0078	147	-0,0125	0,2407
EBITDA CVM (*Ebc*)	0,0045	0,0088	0,0023	147	-0,0105	0,0715
EBITDA ajustado (*Eba)*	0,0054	0,0096	0,0027	147	-0,0009	0,0749
EBITDA Thomson (Ebp)	0,0042	0,0085	0,0022	147	-0,0049	0,0676

Notas: Para a variável retorno por ação foi aplicado a logaritmo natural, enquanto que as demais variáveis apenas foram divididas pelo total de ações por empresa. Todas são apresentadas em formato painel balanceado.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 4 são apresentados a duas principais medidas de tendência central (média e mediana) discriminadas anualmente em relação às quatro mensurações de desempenho analisadas (*LpA*, *Ebc*, *Eba* e *Ebp*). O *LpA* apresenta uma tendência de queda entre os anos de 2012 a 2015, tanto na média quanto na mediana, indicando que o resultado contábil líquido por ação das empresas teve sucessivas reduções na maior parte dos anos analisados. Em média, o *Ebc* mostrou comportamento diferente do *LpA*, uma vez que não se observou uma tendência persistente de queda do *Ebc* ao longo da série, embora os valores medianos entre 2015 e 2016 tenham apresentado pequenas reduções, e justamente em 2015 o *LpA* apresentou a maior redução, em valores médios e medianos, da série.

Já o *Ebp* apresenta, em média, um comportamento similar ao do *Ebc*, tal comportamento similar entre as duas medidas é esperado pelas especificações na forma de calculá-las (IN CVM 527/12 para o *Ebc*, e descrição da *Thomson Reuthers Eikon*® para o *Ebp*), assim os seus valores deveriam coincidir. Em comparação as demais variáveis, o *Ebp* apresenta poucas oscilações no tempo, e isso é corroborado pelo comportamento das suas medianas ao longo da série. No tocante ao *Eba*, notam-se valores medianos com uma tendência crescente entre os anos de 2010 a 2015, muito embora os valores médios do *Eba* evidenciem que essa medida tem uma variabilidade considerável, principalmente nos últimos três anos da série.

Tabela 4 - Média e Mediana anual.

Anos	*LpA*		*Ebc*		*Ebp*		*Eba*	
	Média	**Mediana**	**Média**	**Mediana**	**Média**	**Mediana**	**Média**	**Mediana**
2010	0,0035	0,0007	0,0063	0,0019	0,0050	0,0020	0,0065	0,0019
2011	0,0006	0,0003	0,0050	0,0022	0,0059	0,0017	0,0048	0,0020
2012	0,0007	0,0004	0,0034	0,0027	0,0041	0,0019	0,0055	0,0027
2013	-0,0012	0,0004	0,0028	0,0021	0,0029	0,0016	0,0041	0,0023
2014	-0,0024	0,0003	0,0042	0,0023	0,0033	0,0024	0,0053	0,0029
2015	-0,0043	0,0002	0,0056	0,0032	0,0043	0,0024	0,0069	0,0039
2016	0,0009	0,0004	0,0039	0,0033	0,0040	0,0033	0,0048	0,0036
Total	-0,0003	0,0004	0,0045	0,0023	0,0042	0,0022	0,0054	0,0027

Nota: *LpA*: lucro líquido por ação; *Ebc*: EBITDA coletado nos formulários de referência; *Eba*: EBITDA ajustado coletado nos formulários de referência. *Ebp*: EBITDA disponibilizado pela base de dados *Tomson Reuthers Eikon*.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 5, apresentam-se as correlações de Pearson por pares de variáveis analisados na pesquisa. Observa-se que todas as variáveis explicativas apresentaram correlação negativa, porém apenas o *Eba* e *Ebp* apresentaram uma correlação estatisticamente significante com a variável dependente, retorno da ação (*Lnret*). Essa relação negativa vai contra o resultado esperado com base na literatura (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968). Em relação ao *PLpA*, esse demonstra correlação positiva e significante ao nível de confiança de 99% com todas as demais variáveis explicativas (exceto com o *LpA*), ressaltando a correlação de 69% entre o *PLpA* e o *Ebp*, indicando que essas duas variáveis tendem a captar uma considerável proporção do mesmo efeito. A maior correlação (93,40%) é entre o *Ebc* e o *Eba*, positiva e significante a 1%, o que é esperado já que as duas variáveis têm o mesmo propósito, embora na prática acabem divergindo na forma como são calculadas.

Tabela 5 - Correlação de Pearson.

	Lnret	*LpA*	*PLpA*	*Ebc*	*Eba*	*Ebp*
Retorno da ação (Lnret)	1					
Lucro líquido por ação (*LpA*)	-0,0045	1				
Patrimônio líquido por ação (*PLpA*)	-0,0455	0,0370	1			
EBITDA CVM (*Ebc*)	-0,0599	-0,0407	0,6121***	1		
EBITDA Ajustado (Eba)	-0,2282***	-0,0797	0,5949***	0,9340***	1	
EBITDA Thomson (*Ebp*)	-0,1714**	0,0684	0,6968***	0,8558***	0,8565***	1

Nota: *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. 147 observações

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

2.4.2. Análise do *Value Relevance* Incremental

Nessa seção são apresentados e discutidos os resultados das regressões simples, separadamente, entre as variáveis “Lucro Líquido”, “EBITDA CVM”, “EBITDA” padronizado

e o “EBITDA ajustado”. Foi usada a regressão quantílica, uma vez que, comparativamente ao método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), a mesma seria mais eficiente e com menores possibilidades de apresentar erros de estimação quando aplicada em modelos de *value relevance* (DUARTE; GIRÃO; PAULO, 2017). A regressão quantílica também apresenta menor sensibilidade e maior robustez na presença de heterogeneidade e *outliers* (DUARTE; GIRÃO; PAULO, 2017). Esse procedimento visa verificar a associação incremental das referidas variáveis com o retorno das ações. Ressalta-se ainda, para efeito de comparação, que os resultados obtidos pelo método MQO também são evidenciados.

De acordo com a Tabela 6, painel A, a variável *LpA* não se mostrou estatisticamente significante, conforme estatística *t*. Esse achado vai ao encontro do resultado evidenciado pela correlação de Pearson na Tabela 5 e de outros estudos que encontraram uma relação positiva, porém insignificante entre o *LpA* e o retorno/preço das ações (BRUGNI *et al.*, 2012; SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012). O coeficiente do *LpA* usando o MQO, embora positivo, também não é significante, mesmo após a inserção das variáveis de controle para setor, ano e crise.

Tabela 6 - *Value relevance* incremental do Lucro Líquido.

Painel A

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,1375	-0,94	0,0334	1,19	0,2626	0,16	-0,3259	-0,29
LpA	0,7294	0,05	-2,4334	-0,83	0,4906	0,00	2,7911	0,48
Pseudo R2	0,0001		0,0000		0,0000			

Painel B

Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	888,2	R^2	0,0494
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	0,50
Estatística Wooldridge (F)	1,176	p-value	0,481
p-value	0,291	Número de Observações	147

Notas: LpA: lucro por ação; MQO: Mínimos quadrados ordinários. [a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

A Tabela 7 demonstra os resultados da regressão quantílica e linear utilizando o EBITDA CVM (*Ebc*) como variável explicativa e o retorno por ação como variável explicada. O *Ebc* não se mostra significante em nenhum quartil, indicando que o *Ebc* não possui poder explicativo sobre os retornos da amostra. Pelo MQO, o *Ebc* também não se mostrou significante, indicando que o EBITDA divulgado pelas empresas nos formulários de referência

não possui poder explicativo sobre a média dos retornos. Esses achados denotam que a informação contida no EBITDA CVM divulgado pelas empresas, quando verificada isoladamente, não é tida como relevante para explicar os retornos. Resultado similar é documentado em um período anterior à Instrução Normativa 527/12 da CVM (SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012) e em um período de adaptação à norma (VIEIRA; GIRÃO, 2012).

Tabela 7 - *Value relevance* incremental do EBITDA CVM.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,1172	-0,93	0,0387	1,11	0,2850	0,15	2,6007	0,45
Ebc	-9,3372	-0,73	-1,9149	-0,54	-1,1625	-0,01	-1,5655	-0,01
Pseudo R2	0,0005		0,0001		0,0001			

Painel B			
Estatística Jarque-Bera (Chi2)	902,1	R^2	0,0488
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi2)	2,17
Estatística Wooldridge (F)	1,224	p-value	0,141
p-value	0,282	Número de Observações	147

Notas: Ebc: EBITDA CVM; MQO: Mínimos quadrados ordinários. [a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis dummy por setor, ano e crise. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Já na Tabela 8 é evidenciado a associação incremental do EBITDA padronizado em relação ao retorno das ações. Como descrito na metodologia, o EBITDA padronizado é calculado e disponibilizado pela base de dados *Thomson Reuthers Eikon®*, e por isso a sua forma de cálculo seria padronizada para todas as empresas da amostra. Da mesma forma que o *Ebc*, o EBITDA padronizado é negativamente relacionado aos retornos, porém apresenta grau de significância de 5% no quartil 0.25, indicando que o *Ebp* explica apenas a variação dos retornos menores da amostra.

Tabela 8 - *Value relevance* incremental do EBITDA padronizado.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[C]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	t
Constante	-0,0611	-0,36	0,0410	0,90	0,3013	0,16	2,7723	1,12
Ebp	-39,582**	-2,18	-2,6803	-0,56	-7,6968	-0,04	-196,60*	-1,75
Pseudo R2	0,0059		0,0003		0,0006			

Painel B			
Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	0,0000	R^2	0,0646
p-value	748,70	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	3,42
Estatística Wooldridge (F)	1,205	p-value	0,064
p-value	0,285	Número de Observações	147

Notas: *Ebp*: EBITDA padronizado; MQO: Mínimos quadrados ordinários. ^{C} regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano, crise e erro padrão robusto para a presença de heterocedasticidade. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Por fim, na Tabela 9 é evidenciado o coeficiente da variável EBITDA ajustado (*Eba*) explicando o retorno das ações. Assim como o EBITDA CVM, o coeficiente do EBITDA ajustado na regressão linear (MQO) não apresenta significância, conforme estatística *t*. Em relação a regressão quantílica, em todos os quartis, o EBITDA ajustado não apresenta poder explicativo, indicando que para os retornos da amostra, o *Eba* não seria *value relevance*. Esse resultado sugere que os ajustes feitos ao EBITDA CVM para se chegar ao EBITDA ajustado não contêm informação adicional para explicar os retornos das ações.

Tabela 9 - *Value relevance* incremental do EBITDA ajustado.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO^c	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*T*	Coeficiente	t
Constante	-0,0569	-0,17	0,0466	1,17	0,2958	0,15	2,3483	0,92
Eba	-28,1855	-0,93	-1,9319	-0,53	-4,5727	-0,03	-249,87	-1,08
Pseudo R2	0,0017		0,0002		0,0002			

Painel B			
Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	475,7	R^2	0,08
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	31,85
Estatística Wooldridge (F)	1,514	p-value	0,000
p-value	0,233	Número de Observações	147

Notas: Eba: EBITDA Ajustado; MQO: Mínimos quadrados ordinários. ^{C} regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise e erro padrão robusto para a presença de heterocedasticidade. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

2.4.3. Análise dos Resultados do *Value Relevance* Relativo

Nesta seção foi analisada a associação relativa do "Lucro Líquido por ação", do "EBITDA CVM", do "EBITDA padronizado" e do "EBITDA ajustado", quando da inclusão do "Patrimônio Líquido" (*PLpA*) nas regressões. A Tabela 10 demonstra os coeficientes das duas variáveis clássicas usadas em modelos de *value relevance*, o *PLpA* e o Lucro Líquido por

ação (*LpA*). Da mesma forma que na Tabela 6 (regressão simples do *LpA* contra o retorno), na Tabela 10 o *LpA* não se mostra significante. Por outro lado, a variável *PLpA* é negativamente relacionada ao retorno das ações ao nível de 10% no quartil 0.50.

Tabela 10 - *Value relevance* relativo do Lucro Líquido por ação.

Painel A

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0819	-0,40	0,0548	1,42	0,3139	0,16	2,8026	0,48
LpA	-5,7737	-0,31	4,3523	1,22	-0,4147	-0,00	-28,9968	-0,26
PLpA	-5,0647	-1,14	-1,6122*	-1,93	-1,6185	-0,04	-11,0729	-0,41
Pseudo R2	0,0027		0,0008		0,0362			

Painel B

Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	902,3	R^2	0,0506
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	3,31
Estatística Wooldridge (F)	1,538	p-value	0,069
p-value	0,229	Número de Observações	147

Notas: *LpA*: lucro por ação; *PLpA*: Patrimônio Líquido por ação; MQO: Mínimos quadrados ordinários.
[a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise.
*, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.
Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 11 são apresentados os resultados da regressão tendo como variáveis independentes o EBITDA CVM (*Ebc*) e o Patrimônio Líquido (*PLpA*) por ação. De forma muito similar aos resultados da regressão que considera apenas o *Ebc* como variável explicativa dos retornos das ações (vide Tabela 7), o coeficiente do *Ebc* não é significante, em nenhum dos quartis, nem usando o estimador MQO. Já a variável *PLpA* é significante apenas no quartil da mediana, muito similarmente ao resultado da Tabela 10. Isso pode estar ligado ao fato de que parte do conteúdo informacional do *PLpA* está contido no *Ebc*, uma vez que a correlação entre essas variáveis é de 37,49%.

Tabela 11 - *Value relevance* relativo do EBITDA CVM.

Painel A

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0773	-0,30	0,0556	1,41	0,3141	0,16	2,6959	0,46
Ebc	9,5714	0,29	4,1046	0,82	-0,5835	-0,00	57,2317	0,35
PLpA	-6,9216	-0,99	-1,8597*	-1,74	-1,5389	-0,03	-19,5598	-0,55
Pseudo R2	0,0024		0,0012		0,0007			

Painel B			
Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	904,6	R^2	0,0509
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	2,84
Estatística Wooldridge (F)	1,671	p-value	0,092
p-value	0,211	Número de Observações	147

Notas: Ebc: EBITDA CVM; PLpA: Patrimônio Líquido por ação; MQO: Mínimos quadrados ordinários.
[a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise.
*, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Os resultados da associação relativa do EBITDA padronizado (*Ebp*) estão evidenciados na Tabela 12. Com a inclusão da variável *PLpA* na regressão, o *Ebp* apresenta uma relação negativa e não significante com o retorno das ações em todos os quartis, indicando que a informação do *Ebp* padronizado, conjuntamente com a do *PLpA*, não são *value relevance* para o mercado de capitais brasileiro. Tal relação negativa é verificada também entre o *PLpA* e o retorno, bem como pode-se observar a falta de significância estatística do *PLpA*.

Tabela 12 - *Value relevance* relativo do EBITDA Padronizado.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[C]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0563	-0,31	0,0522	1,12	0,3144	0,15	2,7774	1,11
Ebp	-38,6296	-1,50	5,6901	0,85	-1,4835	-0,01	-332,594	-1,22
PLpA	-0,1909	-0,04	-1,8509	-1,34	-1,3938	-0,02	38,5934	0,74
Pseudo R2	0,0060		0,0008		0,0008			

Painel B			
Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	648,1	R^2	0,0712
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	12,77
Estatística Wooldridge (F)	1,193	p-value	0,000
p-value	0,288	Número de Observações	147

Notas: Ebp: EBITDA padronizado; PLpA: Patrimônio Líquido por ação; MQO: Mínimos quadrados ordinários. [C] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano, crise e erro padrão robusto para a presença de heterocedasticidade. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

O EBITDA ajustado (*Eba*) também foi analisado em termos de associação relativa com o retorno das ações. De acordo com a estatística *t*, o modelo utilizando o *Eba* e o *PLpA* não se mostrou adequado para explicar a variação dos retornos em nenhum dos quartis, exceto no quartil 0.50. Tal resultado, possivelmente, está ligado ao pouco número de empresas que

reportam o *Eba*, e mesmo aquelas que reportam o fazem de maneira pouco transparente utilizando-se de rubricas generalistas como “outros ajustes”.

De forma individual, apenas o coeficiente do *PLpA* apresenta significância estatística ao nível de 10% na estimação do quartil mediano, com um sinal negativo indicando que quando o *PLpA* diminui os retornos aumentam. Essa relação inversa do *Eba* e do *PLpA* é inesperada, todavia ela também é observada para o *LpA* e para o *Ebp*. Os resultados apresentados pelo estimador MQO são muito similares aos encontrados na regressão quantílica, em que o *Eba* e o *PLpA* (exceto para o *PLpA* no quartil 0.50) não apresentam poder explicativo em relação aos retornos das ações.

Tabela 13 - *Value relevance* relativo do EBITDA ajustado.

Painel A

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[C]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0486	-0,14	0,0531	1,34	0,3137	0,16	2,1390	0,81
Eba	-16,1408	-0,42	3,7993	0,86	-0,8066	-0,00	-348,931	-0,60
PLpA	-3,4599	-0,39	-1,8100*	-1,76	-1,4598	0,16	37,1797	0,64
Pseudo R2	0,0028		0,0010		0,0008			

Painel B

Estatística Jarque-Bera (Chi^2)	370,5	R^2	0,0883
p-value	0,000	Estatística Breusch-Pagan(chi^2)	51,74
Estatística Wooldridge (F)	1,548	p-value	0,000
p-value	0,228	Número de Observações	147

Notas: Eba: EBITDA ajustado; PLpA: Patrimônio Líquido por ação; MQO: Mínimos quadrados ordinários.
[C] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise e erro padrão robusto para a presença de heterocedasticidade. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

2.4.4. Teste de Sensibilidade

Objetivando adicionar robustez aos resultados da pesquisa, novos testes foram feitos após mudar a forma de cálculo dos retornos das ações. Como descrito na metodologia, inicialmente, os retornos foram calculados como o quociente entre a primeira cotação de fechamento disponível para a empresa entre as datas 30 de abril a 02 de maio do ano seguinte ao de encerramento das demonstrações, e o preço da ação do último dia de negociação do exercício de encerramento das demonstrações contábeis. Agora, os retornos foram calculados usando o quociente entre a primeira cotação de fechamento após três dias da data de divulgação

das demonstrações contábeis, e a primeira cotação de fechamento três dias anteriores à data de divulgação das demonstrações contábeis.

Após a inclusão dos retornos calculados de acordo com a data de divulgação das demonstrações contábeis, novamente foram feitos os filtros descritos no tópico 2.3.1 da metodologia. A amostragem final, em painel balanceado, para as variáveis Lucro Líquido, EBITDA CVM e o EBITDA padronizado contou com 329 observações entre os anos de 2010 a 2016. Nesta parte do estudo, o EBITDA ajustado foi retirado por causar uma redução excessiva do número de observações finais, uma vez que a manutenção dessa variável culminaria em um número de observações finais de 77.

Desta forma, a Tabela 14 apresenta os resultados das regressões quantílicas e linear para as variáveis Lucro Líquido (*LpA*), painel A, e no painel B tem-se os resultados das regressões usando o *LpA* e o Patrimônio Líquido por ação (*PLpA*) como variáveis explicativas.

O *LpA* mostrou-se significante ao nível de 5% no quartil 0.75. Esse resultado difere do encontrado na secção anterior, onde o *LpA* não se mostrou significante em nenhum dos quartis quando o retorno das ações foi calculado sem a precisa delimitação da data de divulgação das demonstrações contábeis. Portanto, considerando a data em que a informação contábil é divulgada ao mercado, tem-se que o *LpA* é relevante para explicar os maiores retornos das ações, dada a sua significância estatística no quartil 0.75. Analisando o resultado do quartil mais extremo à direita (0.75), o *LpA* apresenta um sinal negativo, evidenciando uma relação inversa entre os maiores retornos da distribuição e o Lucro Líquido. Esse resultado pode estar ligado à questão de que, para empresas com maiores retornos, a expectativa do mercado quanto ao Lucro Líquido seja maior do que o lucro efetivamente reportado, daí ter-se-ia uma redução no preço, dado que a empresa não tenha entregado o resultado esperado.

Ainda na Tabela 14, no painel B, a variável *PLpA* em conjunto com o *LpA* não melhora a adequabilidade do modelo para explicar os retornos das ações, uma vez que apenas no quartil direito mais extremo o *LpA* é significante a um nível de 10%, e inversamente relacionado aos retornos. Este resultado se mostra diferente do encontrado na Tabela 10, onde a variável *PLpA* também não é significante em nenhum dos quartis, porém o *LpA* é significante no quartil esquerdo extremo e inversamente relacionado à variável dependente.

Tabela 14 - Análise do *Value Relevance* Incremental e Relativa do Lucro Líquido

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0292***	-5,55	0,0027	1,12	0,0316***	7,84	-0,0007	-0,05
LpA	0,0006	1,01	-0,0003	-0,73	-0,0014**	-2,48	-0,0006	-0,90
Pseudo R2	0,0001		0,0000		0,0000		R^2	0,0241
Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0246***	-5,32	0,0030	1,01	0,0330***	6,62	-0,0001	-0,01
LpA	0,0003	0,52	-0,0002	-0,64	-0,0011*	-1,80	-0,0001	-1,20
PLpA	0,0006	0,45	0,0000	-0,36	-0,0008	-0,55	0,0000	-0,30
Pseudo R2	0,0037		0,0009		0,0034		R^2	0,0255

Notas: Dados em Painel balanceado com 329 observações. [a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 15, painel A, são evidenciados os resultados da regressão quantílica e linear tendo o EBITDA CVM (*Ebc*) como variável explicativa dos retornos. O *Ebc* se mostrou significante e positivamente relacionado com os retornos, em todos os quartis, inclusive usando o MQO como estimador. Esse resultado indica que aumentos no *Ebc* aumentam os retornos das ações, sugerindo que para aquelas ações com retornos menores, medianos e maiores, a informação do EBITDA CVM é relevante, uma vez que para o reporte de maiores EBITDA's é esperado um impacto, no mesmo sentido, nos preços das ações.

No painel B da Tabela 15, os coeficientes do *Ebc* na regressão quantílica são positivamente relacionados aos retornos em todos os quartis. Esse mesmo resultado é observado na regressão linear, em que ao nível de 1%, o *Ebc* apresenta poder explicativo sobre os retornos das ações da amostra, ou, em outras palavras, o *Ebc* conjuntamente ao *PLpA* é significante para explicar a variação dos retornos. Pela análise do sinal do coeficiente, o *Ebc* é positivamente relacionado aos retornos, sugerindo que empresas, ao divulgarem *Ebc* maiores, impactam no mesmo sentido os seus retornos das ações.

Tabela 15 - Análise do *Value Relevance* Incremental e Relativo do EBITDA CVM.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25[b]		Quantil 0.50 [b]		Quantil 0.75 [b]		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*T*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0223***	-3,07	0,0064	-0,12	0,0188**	2,10	-0,0086	-0,66
Ebc	1,0798***	2,83	0,5842	1,74*	1,1035**	2,35	0,7771*	1,92
Pseudo R2	0,0447		0,0249		0,0210		R^2	0,0314
Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25 [b]		Quantil 0.50 [b]		Quantil 0.75 [b]		MQO[b]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0306**	-2,56	-0,0006	-0,10	0,0220***	2,67	0,0010	0,13
Ebc	1,1219**	2,10	0,8002*	1,83	1,4395***	2,64	1,4373***	2,80
PLpA	-0,0007	-0,42	-0,0001	-0,82	-0,0003*	-1,79	-0,0031**	-2,09
Pseudo R2	0,0453		0,0278		0,0328		R^2	0,0336

Notas: Dados em Painel balanceado com 329 observações. [a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise. [b] inserção de variável *dummy* para controle por setor *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 16, painel A, a variável EBITDA padronizado também foi testada, de forma individual, quanto à associação incremental com o retorno das ações. Diferentemente do resultado apresentado na Tabela 8, o *Ebp* não se mostrou estatisticamente significante em nenhum dos quartis, sugerindo que o *Ebp*, disponibilizado pela *Thomson*, não seria significante para explicar os retornos das ações quando estes são calculados em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis.

Por fim, ainda na Tabela 16, painel B, também são apresentados os resultados da regressão quantílica e linear considerando o EBITDA padronizado (*Ebp*) e o Patrimônio Líquido (*PLpA*) como variáveis explicativas dos retornos. O *Ebp* individualmente não possui associação incremental com os retornos, e mesmo após a inclusão do *PLpA* no modelo, o *Ebp* quanto o *PLpA* só são significantes no quartil 0.75. O *Ebp* apresenta uma relação positiva com os retornos, enquanto o *PLpA* apresenta uma relação inversa e inesperada. Usando o estimador MQO, o *Ebp* e o *PLpA* mantêm o resultado evidenciado na regressão quantílica, no quartil 0.75. Portanto, o modelo contendo o *Ebp* conjuntamente ao *PLpA* se mostra um modelo significante para explicar os retornos das ações em média, ou no quartil 0.75 da distribuição amostral, quando os retornos são calculados, de forma mais precisa, em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis.

Tabela 16 - Análise do *Value Relevance* Incremental e Relativo do EBITDA Padronizado.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0247***	-5,40	0,0019	0,20	0,0276***	5,95	-0,0065	-0,50
Ebp	0,0005	0,81	0,0001	0,60	0,0008	1,24	0,0006	1,12
Pseudo R2	0,000		0,000		0,000		R^2	0,0241
Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25 [b]		Quantil 0.50 [b]		Quantil 0.75 [b]		MQO[a]	
	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*	Coeficiente	*t*
Constante	-0,0173**	-2,14	-0,0026	-0,4	0,0230**	2,61	-0,0047	-0,36
Ebp	0,0005	0,63	0,0011	157	0,0020**	2,17	0,0021**	2,52
PLpA	0,0000	0,20	-0,0002	-1,19	-0,0004*	-1,86	-0,0004**	-2,32
Pseudo R2	0,0425		0,0270		0,0277		R^2	0,0404

Notas: Dados em Painel balanceado com 329 observações. [a] regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise. [b] inserção de variável *dummy* para controle por setor *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

2.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No Mercado de capitais brasileiro é notável a presença do reporte de informações Non-GAAP realizados pelas companhias ou por analistas, apesar de a literatura nacional sobre esse tipo de informação ainda ser bastante restrita. Assim, os resultados dessa parte do trabalho contribuem para as discussões em torno do uso das medidas Non-GAAP no Mercado de capitais brasileiro, uma vez que dentre os testes feitos com as variáveis Lucro Líquido, EBITDA CVM, EBITDA padronizado e o EBITDA ajustado, apenas os coeficientes do EBITDA CVM, tanto na regressão quantílica quanto na linear, evidenciaram uma relação significante e positiva com os retornos, quando estes foram calculados usando cotações três dias antes (t-1) e três dias após (t) à divulgação das demonstrações contábeis.

Esse mesmo resultado não pode ser observado para a demais variáveis, principalmente para o EBITDA ajustado que é a medida, dentre as quatro analisadas, que permite maior discricionariedade da gestão, porém essa discricionariedade ou não está sendo usada para transmitir informações adicionais aos participantes do mercado, ou estes não percebem os ajustes feitos ao EBITDA ajustado como relevantes. Dessa forma, a H1 desse estudo não é, parcialmente, rejeitada levando-se em conta o *value relevance* verificado do EBITDA CVM, ainda que para o EBITDA ajustado, o mesmo resultado não seja verificado.

Ressalta-se, ainda, os resultados da variável Lucro Líquido, tendo em vista que com ou sem a inclusão da variável Patrimônio Líquido no modelo, o Lucro Líquido mostra-se significante – embora essa relação seja negativa – apenas para explicar os retornos calculados em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis. Esse resultado pode estar atrelado às sucessivas baixas, em média, na lucratividade das empresas da amostra durante o período. De fato, o Lucro Líquido foi a variável com maior volatilidade temporal, o que o tornaria uma variável com fraco poder para prever fluxos de caixas futuros e consequentemente menos *value relevance* para o investidor no processo de tomada de decisão.

3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO NON-GAAP E O *TRADE-OFF* ENTRE OS INCENTIVOS OPORTUNÍSTICOS E DE EFICIÊNCIA NO SEU REPORTE

RESUMO

Nessa segunda parte do trabalho, buscou-se verificar um possível *trade-off* entre os incentivos oportunísticos e de eficiência, em relação à qualidade do reporte de informações Non-GAAP. Foram analisadas ações de empresas não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), ativas entre os anos de 2011 a 2016. Foi usado o modelo Logit Ordenado, pois esse tipo de modelo leva em conta o fato da variável dependente ter sido mensurada por um *score* que variou entre 1 e 4, em termos de qualidade do reporte da medida Non-GAAP. O gerenciamento de resultados por meio de *accruals* foi usado como *proxy* para o incentivo oportunístico, enquanto que as variáveis intangibilidade, variação da receita e *market to book* foram usadas como *proxy* para a baixa informatividade da informação contábil. Em termos de qualidade do reporte das medidas Non-GAAP analisadas, os resultados evidenciam um comportamento distinto, onde a qualidade do EBITDA CVM tem influência positiva direta da Instrução Normativa 527/12 da CVM, embora a qualidade do reporte do EBITDA ajustado não apresente a mesma característica. Analisando individualmente, a probabilidade do EBITDA CVM ser reportado com maior qualidade aumenta quando a divulgação dessa medida é feita por grandes empresas e após a regulação da CVM, porém essa probabilidade diminui quando a cobertura dos analistas aumenta, e quando o lucro líquido por ação da empresa não supera o consenso dos analistas. Já o *disclosure* do EBITDA ajustado é feito de forma a ser mais informativo do que opotunísticos, uma vez que empresas em crescimento são mais prováveis de divulgar um EBITDA ajustado de maior qualidade.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Informatividade. Informação Non-GAAP.

3.1. INTRODUÇÃO

De forma geral, o *disclosure* pode ser entendido como o ato de disponibilizar informações publicamente. No mundo dos negócios, especificamente no mercado de capitais, o *disclosure* corporativo é essencial para o funcionamento eficiente do mercado tendo como função compatibilizar o acesso à informação entre investidores e gestores (HEALY; PALEPU, 2001). Nessas condições é esperado que os gestores se preocupem em fornecer informações relevantes e confiáveis para permitir que os agentes consigam fazer, de modo mais fácil, previsões sobre os resultados futuros da companhia (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

A disponibilização de informações obrigatórias ou voluntárias feitas pelos gestores, nem sempre, podem ser vistas como totalmente confiáveis ou até mesmo relevantes. Argumenta-se que os gestores possam se utilizar de estratégias de divulgação, como forma de diminuir o risco percebido pelo mercado quanto à capacidade da empresa de entregar resultados desejados. Sob a hipótese de um comportamento oportunístico da gestão, as estratégias de divulgação podem ser inseridas como parte da discricionariedade nas escolhas contábeis permitida à gestão (HEALY; WAHLEN, 1999) ou de outros *disclosure* relacionados, como, por exemplo, medidas Non-GAAP (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005).

Em relação às medidas Non-GAAP, a discricionariedade e a consequente falta de padronização desse tipo informação chamam a atenção de órgãos reguladores, como a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A SEC, por exemplo, requer a apresentação da reconciliação dos resultados Non-GAAP em relação aos resultados em conformidade com *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP).

A CVM, através do Ofício-Circular n° 01/2006, demonstra convergir para o entendimento de que uma reconciliação, do resultado Non-GAAP em relação ao resultado GAAP mais proximamente comparável, daria ao leitor das informações financeiras uma ideia mais clara do cálculo efetuado, traria um maior poder de explicação sobre a formação da medida econômica e ajudaria na comparabilidade entre companhias. O intuito para essa exigência vem do entendimento de que uma alta qualidade da reconciliação seria informativa para os investidores e aumentaria a probabilidade de uma melhor precificação das ações (ZHANG; ZHENG, 2011).

A CVM também alerta que, em sua maior parte, as medidas Non-GAAP geralmente têm sido apresentadas nas mais variadas formas, normalmente em comunicados ao mercado, mas

também, e de forma crescente, em outros relatórios como nos prospectos de oferta pública de distribuição, relatórios de administração e laudos de avaliação. Ressalta-se ainda que as divulgações por parte das empresas brasileiras se mostram mais liberais e, em geral, não apresentam justificativa e propósito para o uso dessas medidas.

Portanto, se os incentivos para a divulgação de Non-GAAP forem de caráter oportunístico, supõe-se que seja mais provável que ela recorra ao *disclosure* de lucros Non-GAAP quando seus esforços para gerenciar a percepção dos investidores via outras escolhas, tais como gerenciamento de resultados por *accruals* ou atividades reais, não permitam alcançar ou superar as metas de resultados (BLACK, E. L *et al.*, 2017).

Assim, sob a hipótese de comportamento oportunístico da gestão, presume-se que haja uma relação entre as práticas comumente empregadas para o gerenciamento de resultados e a qualidade da informação Non-GAAP. Desta maneira, espera-se que empresas que alcancem suas metas, seja depois de reportar resultados livres de vieses gerenciais intencionais ou até mesmo depois de usar gerenciamento de resultados, teriam menor necessidade de reportar lucros Non-GAAP de forma oportunística (ELSHAFIE; YEN; YU, 2010).

Já para a hipótese de informatividade, os ajustes feitos aos números contábeis (exclusões de itens não recorrentes e não caixa) para construção dos resultados Non-GAAP, teriam um poder mais informativo a respeito da persistência dos resultados futuros, evidenciando, assim, uma métrica que reflete melhor a performance subjacente da empresa (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). Portanto, sob essa ótica, as exclusões feitas ao GAAP para encontrar um número Non-GAAP permitem aos gerentes fornecerem uma medida melhorada para prever fluxos de caixa futuros e estimar o valor da empresa (CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014).

Este trabalho discute as duas correntes, antagônicas, mas não exclusivas entre si, informatividade e oportunismo (BRADSHAW; SLOAN, 2002), que discutem os determinantes e consequências da informação Non-GAAP no mercado de capitais. O objetivo nessa segunda parte do trabalho foi além de testar incentivos informativos e/ou oportunísticos para o reporte de informações Non-GAAP, buscando verificar um possível *trade-off* entre os incentivos oportunísticos e de eficiência com a qualidade do reporte de informações Non-GAAP.

3.2. REFERENCIAL TEÓRICO

3.2.1. Regulação Contábil e *Disclosure* Voluntário de Informações Non-GAAP

Os *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAPs) referem-se ao conjunto de princípios contábeis que governam a preparação das demonstrações contábeis auditadas

(KOTHARI; RAMANNA; SKINNER, 2010). Esse conjunto de princípios estabelecem práticas padronizadas para as várias métricas de mensuração de desempenho como o lucro líquido e os fluxos de caixa operacionais (BLACK, E. L., 2016). Dois principais padrões contábeis normativos podem ser distinguidos atualmente: um baseado em princípios, o GAAP das normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) desenvolvidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB); e o outro em regras, o GAAP dos Estados Unidos da América (US GAAP) desenvolvido pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (RIBEIRO et al., 2016; BLACK E. L., 2016).

Todavia, independentemente de qual seja o órgão emissor do GAAP, na literatura, autores como Kothari, Ramanna e Skinner (2010) e Healy e Wahlen (1999) assumem que um dos papéis do GAAP é facilitar a alocação eficiente do capital em uma economia, no sentido de que o capital flua para ser aplicado na obtenção do seu mais alto valor de uso, isto é, maximização do seu valor. Para que isto seja possível, os agentes superavitários (investidores) que atuam no mercado de capitais precisariam obter informações relevantes e confiáveis sobre as companhias. Nesse sentido, o *disclosure* e as instituições criadas para assegurar a credibilidade das divulgações entre gestores e investidores desempenham um papel importante (HEALY; PALEPU, 2001).

Uma das finalidades de empregar um padrão para a informação contábil seria possibilitar o fornecimento de métricas de desempenho aos usuários da informação contábil, que são consistentes no tempo e/ou comparáveis entre firmas, já que a consistência e comparabilidade são importantes características da informação contábil baseada em GAAPs (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). Entretanto, ao se fixar na necessidade de comparabilidade e consistência dos números contábeis, estes perdem a flexibilidade que permite a customização de informações mais voltadas às demandas informativas dos usuários. Não se discute a necessidade ou legitimidade do d*isclosure* corporativo fornecido em cumprimento à exigências regulatórias, porém as divulgações voluntárias da gestão da empresa também são consideradas fundamentais para o funcionamento eficiente do mercado (HEALY; PALEPU, 2001).

Em relação às divulgações obrigatórias, estas são padronizadas e possuem o objetivo de atender às necessidades informativas dos usuários externos. É aceitável supor que cada usuário possui um modelo decisório específico, e informações padronizadas com atributos como (i) conservadorismo (ii) um Balanço Patrimonial que inclui apenas ativos sob controle da empresa que sejam separáveis e vendáveis, e (iii) uma Demonstração de Resultados que fornece uma medida de desempenho que preza pela confiabilidade (KOTHARI; RAMANNA; SKINNER, 2010), não conseguem atender necessidades informativas específicas dos usuários.

Nessa perspectiva, os usuários demandariam mais informações das companhias como forma de diminuir a assimetria informacional e consequentemente melhor avaliar os riscos atrelados às operações da empresa. Por outro lado, conforme Verrecchia (2001), o *disclosure* voluntário é um evento endógeno e a gestão da empresa teria incentivos econômicos para divulgá-lo, desde que os benefícios para divulgar a informação excedam os seus custos.

É sob essa ótica de procurar explicações para realização ou não do *disclosure* corporativo que se busca conhecer quais são os incentivos que os gestores têm para se comportar de determinada maneira (MURCIA; SANTOS, 2009). Os estudos realizados nessa área, geralmente, estão preocupados em explicar os efeitos da divulgação voluntária no preço de mercado das ações, bem como procuram identificar as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente, ponderando os custos e os benefícios atrelados ao processo de divulgação voluntária.

Consideradas como um tipo de divulgação voluntária, as informações Non-GAAP apresentaram um expressivo crescimento nos últimos anos (BHATTACHARYA et al., 2003; LOUGEE; MARQUARDT, 2004; CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014), o que provocou a realização de uma série de pesquisas (BRADSHAW; SLOAN, 2002; BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005; ZHANG; ZHENG, 2011; CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014) que, na ausência de orientações teóricas e práticas em relação ao motivo dominante para o reporte de informações Non-GAAP por parte dos gestores (YOUNG, 2014), testam e teorizam se as razões para os gestores divulgarem informações Non-GAAP advém de incentivos oportunísticos ou informativos.

Considerando motivações informativas para o reporte de informações Non-GAAP, argumenta-se que lucros Non-GAAP podem ser mais preditivos para os fluxos de caixa futuros, quando calculados a partir da exclusão de itens não caixa e/ou transitórios (ELSHAFIE; YEN; YU, 2010). A utilidade dessas mensurações para os emissores e investidores se daria pela possibilidade de fornecerem esclarecimentos adicionais sobre o desempenho e a situação econômico-financeira da empresa (BLACK, E. L., 2016). Assim, a prática comum de excluir despesas transitórias que são menos relevantes para as operações em curso das empresas, resulta em lucros Non-GAAP que são, em média, superiores a lucros contábeis (CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014).

Por outro lado, é evidenciado também a não comparabilidade dessas medidas ao longo do tempo e também entre as empresas, devido ao grande número de diferentes ajustes que são realizados para se chegar a essas medidas (BHATTACHARYA et al., 2003). Portanto, a flexibilidade na construção e reporte das informações Non-GAAP podem comprometer

aspectos como consistência, comparabilidade, compreensibilidade e credibilidade de informações financeiras divulgadas ao mercado, muito embora elas sejam tidas como mais *value relevances* do que os lucros GAAP (ENTWISTLE; FELTHAM; MBAGWU, 2012).

No entanto, em sendo as medidas Non-GAAP caracterizadas como *value relevance*, ainda não fica claro se isso se deve ao fato das mesmas serem mais úteis para a previsão de fluxos de caixa futuros, ou a uma possível existência de entendimento equivocado ou incompleto dos investidores sobre a real representatividade dessas medidas em relação ao desempenho subjacente da empresa. São questões como essas – sobre o uso, risco potencial e utilidade da informação Non-GAAP – que geram discussões sobre a necessidade ou não de imposição de regulação como forma de proteger os interesses de investidores (YOUNG, 2014).

Em 2003, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) respondeu essa questão emitindo o *Regulation G* para disciplinar a forma de reporte das informações Non-GAAP, ressaltando a necessidade de maior transparência na forma como são construídas. O *Regulation G* não proíbe o reporte de informações Non-GAAP, o que indica o reconhecimento da SEC da utilidade dessas informações, muito embora haja questionamentos se as medidas Non-GAAP confundem os investidores.

Em um cenário pós *Regulation G*, as informações Non-GAAP foram empiricamente avaliadas, e ainda assim encontrou-se a existência do componente oportunístico (maior probabilidade de exclusão de despesas transitórias do que de ganhos) no reporte de lucros Non-GAAP (BLACK, D. E. *et al.*, 2012). Os resultados apresentados por Ervin L. Black *et al.*, (2015) corroboram essas questões, indicando que embora a regulamentação tenha, no geral, reduzido o reporte agressivo de informações Non-GAAP, algumas empresas continuam a divulgar medidas Non-GAAP potencialmente oportunísticas. Portanto, esses achados denotam uma relativa eficácia do *Regulation G* em relação ao reporte de informações Non-GAAP, ainda que o componente oportunístico não tenha desaparecido totalmente.

Por outro lado, consistente com a noção de que o investidores consideram a informação Non-GAAP informativa, antes (BHATTACHARYA *et al.*, 2003) e após (BLACK, D. E. *et al.*, 2012) ao *Regulation G*, há evidências de que os investidores dão mais atenção às medidas de lucro Non-GAAP do que aos lucros GAAP. Entretanto, pós-regulação, os investidores passaram a realizar um maior desconto em algumas informações Non-GAAP reportadas agressivamente (BLACK, D. E. *et al.*, 2012), bem como evidenciou-se uma redução no *mispricing* de investidores como resultado do requerimento de reconciliação da medida Non-GAAP reportada (ZHANG; ZHENG, 2011). Esses achados empíricos apontam para um relativo aumento da qualidade, em termos de maior transparência, no reporte de informações

Non-GAAP num cenário pós-*Regulation G*. Naturalmente, essa maior transparência auxiliaria a percepção dos investidores na forma como avaliam os benefícios e riscos atrelados às informações Non-GAAP.

Na esfera normativa, os dois principais orgãos emissores de padrões contábeis não são indiferentes aos benefícios e riscos advindos das informações Non-GAAP. Em 2014, o FASB pôs em prática o projeto "*Financial Performance Reporting"* que, dentre outras coisas, discute se a propagação de métricas de resultado Non-GAAP indica a necessidade de melhor organização da demonstração de resultados, considerando a inclusão de subtotais mais desagregados que possam atender melhor às necessidades dos usuários das demonstrações financeiras.

Na mesma perspectiva, em dezembro de 2016, o IASB adicionou ao seu plano de trabalho o projeto de pesquisa denominado *Primary Financial Statements*, com o objetivo de discutir uma adequada abordagem às *alternative performance measures* (métricas alternativas de desempenho), considerando também a necessidade ou não da realização de melhorias na Demonstração de Resultados (DRE) e na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) (KABURECK, 2017).

As ações do FASB e do IASB indicam um esforço desses orgãos em compreender as implicações das informações Non-GAAP para o mercado de capitais, para os padrões contábeis emitidos por eles, e atesta, de certa forma, a percebida utilidade das informações Non-GAAP. Portanto, o dilema quanto à regulação efetiva ou não das informações Non-GAAP estaria em como dar liberdade à gestão para transmitir informações privadas (sob a ótica da eficiênca) sobre o desempenho da empresa por meio de números Non-GAAP, sem esquecer dos potenciais riscos resultantes de divulgações oportunísticas realizadas pela gestão.

3.2.2. Gerenciamento de Resultados e a Informação Non-GAAP

Se por um lado a gestão pode usar seu conhecimento sobre o negócio para selecionar métodos de mensuração e de divulgação que reflitam a posição financeira e o desempenho econômico da empresa, aumentando potencialmente o valor da Contabilidade como mecanismo de comunicação (HEALY; WAHLEN, 1999); por outo lado essa mesma discricionariedade, permitida à gestão, pode ser usada para manipular a percepção dos *stakeholders* sobre a saúde financeira e econômica da empresa.

Ocorre que há um grande conjunto de formas de mensuração e evidenciação contábil que possibilitam à gestão escolher uma das opções válidas, com o objetivo de divulgar relatórios

financeiros da forma desejada (PAULO, 2007). Nesse sentido, o gerenciamento de resultados é tido como uma intervenção proposital no processo de reporte de informação financeira externa, intentando obter ganhos privados (SCHIPPER, 1989, p.92).

Essa intervenção proposital ocorre, justamente, quando a gestão usa seu julgamento sobre o reporte financeiro para enganar alguns *stakeholders* em relação ao desempenho econômico subjacente da companhia, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem do reporte de números contábeis (HEALY; WAHLEN, 1999). Na literatura são discutidas algumas das maneiras de realizar o gerenciamento de resultados, entre elas destaca-se o gerenciamento por *accruals* (BLACK, E. L. et al, 2017; MARTINEZ, 2001; DECHOW; KOTHARI; WATTS, 1998;) e o gerenciamento de atividades operacionais (BLACK, E. L *et al.*, 2017; PAULO, 2007; ROYCHOWDHURY, 2006).

O gerenciamento de resultado por meio de *accruals* impacta, principalmente, a mensuração do lucro líquido. O lucro líquido contábil é formado por dois componentes (fluxos de caixa e *accruals*), logo, de forma simples e matematicamente falando, os *accruals* surgem da diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional ou, em outras palavras, os a*ccruals* totais seriam todas as contas de resultado que entram no cálculo do lucro, porém não movimentariam, necessariamente, fluxos de caixa no período (MARTINEZ, 2001).

Considera-se, então, que os *accruals* totais são os "componentes do resultado contábil que ajustam o reconhecimento do fluxo de caixa ao longo do tempo" (PAULO, 2007, p.13), e podem ser segregados em dois componentes: os *accruals* discricionários, que são a parcela que foi gerenciada pelas escolhas contábeis, e os *accruals* não discricionários, que seriam a parcela dos *accruals* totais que está atrelada às características específicas das atividades da empresa (PAULO, 2007). Assim, os modelos econométricos empregados para identificar e mensurar o uso de escolhas contábeis de forma oportunísticas, de acordo com Gietzmann (2005), consideram o componente discricionário (anormal) do *accrual* como uma *prox*y para gerenciamento de resultados, e esse método capturaria o efeito líquido de uma grande variedade de escolhas contábeis.

Outra forma de ação oportunística da gestão, em adição a possibilidade de gerenciamento de resultados de *accruals* ou atividades reais, têm-se o reporte de informações Non-GAAP. Considerando o aspecto oportunístico que as mensurações Non-GAAP podem assumir, uma parte dos estudos nessa área focam em se os ajustes feitos ao Non-GAAP permitiriam à firma atender *benchmark* de resultados com base nos lucros Non-GAAP, uma vez que o lucro GAAP não tenha o mesmo desempenho.

Nesse sentido, as divulgações Non-GAAP podem ser usadas como parte de uma estratégia de gerenciamento de percepção dos investidores em conjunto, ou não, com o gerenciamento de resultados contábeis (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). Especificamente, as divulgações Non-GAAP podem substituir diferentes formas de gerenciamento de resultados e são usadas como último recurso após outras técnicas de gerenciamento de percepção (BLACK, E. L *et al.*, 2017). Por exemplo, discute-se muito o fato de que as exclusões, frequentemente feitas às mensurações Non-GAAP, sejam de despesas (BRADSHAW; SLOAN, 2002), e se isso significaria uma tentativa da gestão de reportar medidas com alta performance para obter melhores avaliações por parte dos usuários da informação (BLACK, D. E. *et al.*, 2017).

Adicionalmente, as divulgações Non-GAAP muitas vezes "são apresentadas de forma inconsistente, definidas de modo inadequado, ou obscurecem os resultados financeiros determinados segundo os GAAP" (BLACK, E. L., 2016, p.8). Assim, a inconsistência temporal dos itens excluídos (CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014) ou o anúncio estratégico e oportuno contendo informações Non-GAAP (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005), também são tidos como indicativos de comportamento oportunístico no reporte dessas medidas.

Analisando estritamente a relação entre as práticas de gerenciamento de resultados mais comumente documentadas pela literatura (atividades reais e *accruals*) e o reporte de mensurações Non-GAAP, pesquisas como Black, E. L et al. (2017) encontraram uma relação inversa entre as práticas de gerenciamento de resultados e as divulgações Non-GAAP realizadas. A sustentação lógica que apoia esses resultados seria a visão de que os gestores preferem bater metas estratégicas de lucro por meio do resultado operacional livre de vieses. Assim, se essas metas estratégicas puderem ser alcançadas pela gestão, baseado em um reporte neutro de desempenho, então não haverá necessidade para o gerenciamento de resultados ou reporte de resultados Non-GAAP agressivos.

O cerne da questão está na preferência documentada por Black E. L et al. (2017) de que a gestão seria mais provável de reportar mensurações Non-GAAP quando seus esforços para gerenciar a percepção via outras escolhas não dão resultado, ou seja, se a gestão não pode atingir a meta estratégica de lucros via desempenho operacional não enviesado ou – quando este falha – por meio do uso de técnicas de gerenciamento (atividades reais e *accruals*), então eles seriam mais prováveis em recorrer ao uso de informações Non-GAAP.

A interpretação desses achados deve ser feita com cautela, uma vez que esses resultados parecem pouco claros pelo fato de que o *disclosure* de Non-GAAP é relativamente menos custoso do que outras práticas de gerenciamento de resultados (BLACK, D. E. *et al.*, 2017). Tal fato induz a pensar que a gestão, considerando a relação custo *versus* benefício, optaria por usar

preferencialmente o *disclosure* de Non-GAAP ao invés das práticas de gerenciamento de resultados, por *accruals* ou por atividades reais.

Todavia, as mensurações Non-GAAP de lucros são uma função da discricionariedade da gestão (DILLA; JANVRIN; JEFFREY, 2014). De fato, documenta-se que as mensurações de resultados expressos em números Non-GAAP são, em sua maioria, mais elevadas do que as mensurações GAAP mais aproximadamente comparáveis (BHATTACHARYA et al., 2003). Assim, é coerente esperar que a gestão tente gerir a percepção dos investidores ao anunciar lucros Non-GAAP superiores, em termos de valor, do que os resultados GAAP, uma vez que não tenha capacidade para gerenciar os lucros em direção a uma meta estabelecida (ELSHAFIE; YEN; YU, 2010).

Para Elshafie, Yen e Yu (2010) existem penalidades atribuídas pelo mercado ao reporte de resultados desfavoráveis e isso poderia ser mitigado, quer pelo gerenciamento de resultados, quer pela manipulação da percepção dos usuários da informação (*tone management*). Essa manipulação é associada com a informação Non-GAAP quando esta é reportada de forma agressiva. Tal agressividade é vista quando o Non-GAAP é construído de forma a ser mais elevado do que o GAAP reportado mais imediatamente comparável, quando os itens excluídos são itens recorrentes, ou quando se converte uma métrica de resultados GAAP, que fica abaixo das expectativas de lucros, para um resultado Non-GAAP que atenda ou exceda as expectativas dos agentes.

Infere-se que a agressividade no reporte de informações Non-GAAP seria uma tentativa da gestão de influenciar a percepção dos *stakeholders* sobre o desempenho da empresa, uma vez que o resultado contábil esperado não tenha sido alcançado. Assim, pode-se apontar uma relação substitutiva entre o reporte de Non-GAAP agressivos e as práticas de gerenciamento de resultados por *accruals* anormais e/ou por atividades reais, uma vez que estudos relatam que os lucros Non-GAAP são reportados de forma menos agressiva quando a gestão atinge a meta de resultados, ou quando é capaz de gerir os resultados usando outras técnicas de gerenciamento (BLACK, E. L *et al.*, 2017; ELSHAFIE; YEN; YU, 2010).

Portanto, a falta de padronização das medidas Non-GAAP, assim como a ausência de exigência legal para manutenção da consistência e comparabilidade dessas medidas, dá uma ampla discricionariedade à gestão para usá-las para fins oportunísticos. Portanto, é esperado o reporte de Non-GAAP de baixa qualidade quando o incentivo da gestão estiver voltado a gerir a percepção dos *stakeholders*, seja porque não alcançou a meta estratégica de lucro operacional com ou sem o emprego de gerenciamento, ou simplesmente para mitigar o efeito das penalidades impostas pelo mercado quando há o reporte de resultados desfavoráveis.

Em vista disso, esta pesquisa explora o aspecto oportunístico da informação Non-GAAP, tendo a segunda hipótese de pesquisa.

H2: Empresas que apresentam baixo nível de gerenciamento de resultados divulgam resultados Non-GAAP de baixa qualidade.

Não obstante, se o gestor pode atingir ou superar os resultados estratégicos baseados em um reporte de desempenho operacional neutro, não haveria necessidade para gerenciar resultados ou reportar Non-GAAP de baixa qualidade (BLACK E. L et al., 2017). Todavia, o cerne da questão, a ser explorada, é se uma baixa qualidade no reporte de informações Non-GAAP estaria vinculada à incapacidade da gestão de alcançar resultados por meio de vias operacionais normais, ou pelo emprego de técnicas de gerenciamento de resultados.

3.2.3. Eficiência da Informação Non-GAAP

A hipótese de eficiência – contrária à visão oportunística – aponta para uma visão informativa relacionada ao reporte de medidas Non-GAAP. Nesse sentido, Lougee e Marquardt (2004) documentam uma relação inversa entre o *value relevance* do lucro GAAP e probabilidade da firma reportar medidas Non-GAAP. Essa evidência indica que, quando o lucro contábil reportado é menos informativo, os gerentes forneceriam diferentes e adicionais informações por meio de medidas Non-GAAPs. Dessa forma, argumenta-se que a demanda por maior *value relevance* da informação pode motivar o reporte de informações Non-GAAP (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005). Sob essa perspectiva alguns autores (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005; MILLER, 2009) afirmam que a administração defende o uso de Non-GAAP porque analistas financeiros e investidores institucionais consideram que esse tipo de reporte é informativo.

A administração justifica o *disclosure* de Non-GAAP – principalmente os de lucro – pelo fato de ter maior flexibilidade na construção dos mesmos, podendo determinar quais itens excluir ou incluir no lucro GAAP, a título de ajuste, para torná-lo mais informativo sobre a performance futura da empresa (DOYLE; LUNDHOLM; SOLIMAN, 2003). Os ajustes feitos são geralmente de itens caracterizados como não caixa ou não recorrentes, e a realização de tais ajustes permitiria aos gerentes calcular uma medida melhorada em termos de previsão de fluxos de caixa futuros e estimação do valor da empresa (BRADSHAW; SLOAN, 2002; CURTIS, MACVAY, WHIPPLE, 2014, 2014).

Sob a ótica da informatividade, a informação Non-GAAP teria uma associação positiva entre a propensão à divulgação de resultados Non-GAAPs e a presença de itens transitórios no resultado GAAP. Assim, quanto maior o componente transitório no resultado GAAP, menos informativo seria o resultado GAAP sobre o desempenho subjacente da empresa e, consequentemente, maior seria o incentivo da administração para relatar um Non-GAAP que remove itens não recorrentes (CHOI; YOUNG, 2015, p.81).

Assim sendo, os lucros Non-GAAP seriam mais informativos ou precisos do que os lucros GAAP, em relação à valorização de empresas. Atribui-se, como fonte dessa precisão incremental, os ajustes feitos ao Non-GAAP identificando componentes não frequentes do lucro e, consequentemente, menos relevantes para prever lucros futuros. Portanto, a informatividade incremental da informação Non-GAAP pressupõe que seus ajustes sinalizariam persistência ou valor preditivo ao resultado assim mensurado (HUANG; SKANTZ, 2015).

Pela perspectiva dos usuários da informação financeira, especificamente para os investidores, a informação Non-GAAP seria significantemente mais informativa do que o lucro operacional reportado de acordo com o GAAP. Os achados de Bradshaw e Sloan (2002) corroboram essa hipótese, evidenciando uma crescente associação entre os lucros *Street* (Non-GAAP) e os preços das ações. Outros achados empíricos (BHATTACHARYA et al., 2003; BRADSHAW; SLOAN, 2002) mostram que, em média, os resultados Non-GAAP têm um poder explicativo incremental e significativo em relação aos retornos, além daquele contido nos lucros operacionais ou lucro líquido contábil. Esses achados vão ao encontro da hipótese de informatividade (eficiência) como incentivo por trás da proliferação do uso da informação Non-GAAP.

Levando em conta ainda o cenário informacional assimétrico entre gerentes e investidores, pode-se presumir que os gerentes estão em uma posição melhor para avaliar a perspectiva de desempenho futuro da empresa. Assim sendo, pode-se considerar que os ajustes feitos ao GAAP no sentido de excluir ou incluir itens considerados, pela gestão, como não recorrentes ou não caixa, podem ser sinalizadores da perspectiva futura da gestão em relação aos resultados da empresa. Pelos achados de Huang e Skantz (2015), existe uma maior redução da assimetria de informação pós-anúncio de lucros quando gerentes ou analistas emitem lucros Non-GAAP. Esses mesmos autores sugerem que os ajustes (feitos ao lucro GAAP para se chegar ao Non-GAAP) aumentam a quantidade e precisão das informações de lucro, ajudando a estreitar a assimetria de informações entre investidores informados e desinformados, após anúncios de lucros.

Adotando a hipótese de informatividade como incentivo ao reporte de Non-GAAP, considera-se, pelo exposto, que os lucros Non-GAAP podem fornecer uma medida superior do desempenho recorrente da empresa, já que tais medidas, quando excluem componentes de lucros não recorrentes tenderiam a ser mais informativas, mais *value relevance* e melhores para prever o desempenho futuro da empresa, do que o número GAAP correspondente. Assim, levanta-se a terceira hipótese de pesquisa.

H3: Empresas que apresentam resultados GAAP menos informativos divulgam resultados* Non-GAAP *de alta qualidade.

Considerando o exposto sob o aspecto eficiente que a informação Non-GAAP pode assumir, espera-se que uma alta qualidade da informação Non-GAAP, assumida pela presente pesquisa como aqueles que oferecem informação sobre a reconciliação do resultado Non-GAAP em relação ao resultado GAAP aproximadamente mais comparável, seria associada a pretensão de que essa forma de divulgação seja informativa.

3.3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.3.1. Campo Amostral e Coleta de Dados

Em termos de coleta das medidas Non-GAAP, a análise teve início em 2010, por se o ano em que a adoção das IFRS's passou a ser obrigatória no Brasil, e não está no escopo dessa pesquisa a verificação do impacto dessa alteração na qualidade do reporte de informações Non-GAAP. Todavia, os testes estatísticos foram realizados com ações de empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) ativas entre os anos de 2011 a 2016.

Como procedimento já relatado, a coleta de dados das medidas Non-GAAP foi feita por meio dos Formulários de Referências divulgados nos sites da CVM ou da B3. Com base no levantamento feito no mercado brasileiro pela KPMG (2016), optou-se por estudar os Non-GAAP conhecidos como EBITDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização) e EBITDA ajustado, por serem as duas medidas mais usados pelas companhias.

De acordo com a *Thomson Reuters Eikon*®, existem 413 ações de empresas disponíveis para consultar informações financeiras, das quais 136 foram excluídas por serem instituições financeiras, e por isso estarem sujeitas a regulações específicas do setor que pode impactar a Contabilidade. Para as 277 ações restantes, foram coletadas as variáveis Non-GAAP. Na Tabela 18 estão apresentados os filtros feitos para se chegar a amostra final, tanto para a análise feita para a variável EBITDA CVM (Painel A), como para a análise da variável EBITDA ajustado (Painel B).

Tabela 17 - Quantitativo Amostral II.

Painel A								
Painel Balanceado								
Amostra Inicial								**277**
Não divulgou EBITDA CVM todos os anos								126
Sem Dados Financeiros em todos os anos								54
Sem informações sobre cobertura de analistas								10
Amostra Final								**87**
Painel B								
Painel Desbalanceado - EBITDA Ajustado								
Anos		**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**Total**
Amostra Inicial		277	277	277	277	277	277	1662
Não Divulgou EBITDA	(-)	196	194	195	183	184	188	1140
Sem Dados Financeiros	(-)	47	46	43	41	37	36	250
Sem informação sobre cobertura de analistas	(-)	15	14	12	13	15	16	85
Amostra Final	**(=)**	**19**	**23**	**27**	**40**	**41**	**37**	**187**

Notas: Painel A apresenta amostragem final do EBITDA CVM com dados em painel balanceado. Painel B apresenta amostragem final do EBITDA ajustado em formato painel desbalanceado.

Fonte: Dados da pesquisa,2017.

Os dados sobre cotações, cobertura de analistas por empresa, previsões de lucros e informações contábeis foram retiradas da base de dados *Thomson Reuters Eikon®*.

3.3.2. Mensuração das Variáveis

3.3.2.1. Variável dependente

Como foram analisadas duas medidas Non-GAAP, onde uma possui delimitações normativas quanto à forma de cálculo e divulgação (EBITDA CVM), enquanto que a outra não (EBITDA Ajustado), foi preciso construir duas formas distintas para avaliar a qualidade de cada uma das medidas.

O Quadro 2 evidencia como foi feita a mensuração da qualidade do *disclosure* da variável EBITDA CVM. Nesse ponto, define-se qualidade da informação Non-GAAP do EBITDA CVM, como aquela que contém informação sobre a reconciliação do resultado Non-GAAP em relação ao resultado GAAP aproximadamente mais comparável, e que siga o que estabelece a IN CVM 527/12 em termos de quais contas são usadas para se chegar à medida. Para quantificar a qualidade foi atribuído um *score* que oscilou entre os números um (1) e quatro (4), onde 1 representa o nível mais baixo de qualidade do reporte, e o 4 seria o nível mais alto atribuído a qualidade do reporte da medida Non-GAAP.

Quadro 2 - Mensuração da Qualidade do EBITDA CVM.

Reconciliação entre resultados GAAP e o Non-GAAP EBITDA CVM	***Score***	**Mensuração ordinal para a qualidade**
Divulga o nome das contas ou valores	1	Baixo nível
Divulga o nome das contas e valores	2	↓
Divulga o nome das contas e valores, mas usa contas não padronizadas	3	
Divulgação da reconciliação entre GAAP e Non-GAAP	4	Alto nível

Fonte: Adaptado a partir de Zhang e Zheng (2011).

Assim, de acordo com os *scores* do Quadro 2, a qualidade do reporte do EBITDA CVM, feito pela empresa *i* no ano *t*, foi pontuada da seguinte maneira:

1. Quando a empresa divulgou apenas os nomes das contas ou valores que compõem o EBITDA CVM;

2. Quando a empresa divulgou apenas as contas e valores que compõem o EBITDA, porém não fez a reconciliação com um número GAAP;
3. Quando a empresa fez a reconciliação partindo de um número GAAP (exemplo: lucro líquido ou lucro operacional) para chegar ao EBITDA CVM, usando contas além daquelas especificadas segundo a Instrução Normativa CVM 527/2012;
4. Quando a empresa fez a reconciliação partindo de um número GAAP (exemplo: lucro líquido ou lucro operacional) para chegar ao EBITDA CVM, usando apenas as contas segundo a Instrução Normativa CVM 527/2012.

Por sua vez, a qualidade da informação Non-GAAP do EBITDA ajustado foi definida como aquela que contém informação sobre a reconciliação do resultado Non-GAAP em relação ao resultado GAAP aproximadamente mais comparável, sem a presença de rubricas genéricas atribuídas aos ajustes. No Quadro 3 é descrito a formação do *score* usado para quantificar a qualidade do reporte da medida Non-GAAP EBITDA ajustado.

Quadro 3 - Mensuração da Qualidade do EBITDA Ajustado.

Reconciliação entre resultados GAAP e o Non-GAAP EBITDA Ajustado	***Score***	**Mensuração ordinal para a qualidade**
Divulga o nome das contas ou valores	1	Baixo nível
Divulga nome das contas e valores	2	↓
Divulga nome das contas e valores, mas usa nomes de contas com agregações	3	
Divulgação da reconciliação entre GAAP e Non-GAAP	4	Alto nível

Fonte: Adaptado a partir de Zhang e Zheng (2011).

Considerando os *scores* evidenciados no Quadro 3, a qualidade do reporte do EBITDA ajustado, feito pela empresa *i* no ano *t*, foi pontuada da seguinte maneira:

1. Quando a empresa divulgou apenas os nomes das contas ou valores que compõem o EBITDA ajustado;
2. Quando a empresa divulgou apenas as contas e valores que compõem o EBITDA ajustado, porém não fez a reconciliação com um número GAAP;
3. Quando a empresa fez a reconciliação partindo de um número GAAP (exemplo: lucro líquido ou lucro operacional) para chegar ao EBITDA ajustado, porém atribuiu nomes genéricos[4] às contas constantes como ajustes;

[4] Exemplos: “perdas extraordinárias” “eventos de natureza extraordinária” “outros” “outros ajustes”;

4. Quando a empresa fez a reconciliação partindo de um número GAAP (exemplo: lucro líquido ou lucro operacional) para chegar ao EBITDA ajustado, onde os valores constantes como ajustes não são agregados em contas genéricas, mas sim individualmente destacados em contas específicas.

3.3.2.2. Variáveis Independentes

Nesse tópico foi definido e descrito a forma como foram operacionalizadas as variáveis independentes do estudo, segregadas entre variáveis de interesse, explicativas e de controle.

As variáveis de interesse inseridas foram: (1) o gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, visando mensurar a possibilidade de incentivo oportunístico como motivo para o reporte de informações Non-GAAP, e assim testar a H2 da pesquisa; (2) as variáveis intangibilidade, variação da receita e *market to book* foram usadas como *proxy* para a baixa informatividade da informação contábil, uma vez que para as empresas com essas características é esperado uma motivação informativa por trás do reporte de informações Non-GAAP de qualidade, como sustentado pela H3.

Como a variável gerenciamento de resultados não pode ser diretamente observável, a prática comum das pesquisas nessa área é usar modelos econométricos que capturem os *accruals* discricionários (anormais), utilizados como *proxy* para o gerenciamento de resultados. Desta forma, o modelo escolhido foi o de Paulo (2007), por ser um dos modelos que considera na sua formulação tanto o gerenciamento de resultados por *accruals* como por atividades reais.

Para iniciar a operacionalização do modelo é preciso calcular os *accruals* totais através da seguinte formulação:

$$AT_i = LL_i - FCO_i \qquad (9)$$

em que:

AT_i = *Accruals* Totais da empresa *i*;
LL_i = Lucro líquido da empresa *i*;
FCO_i = Fluxo de Caixa Operacional da empresa *i*

A seguir tem-se o modelo proposto por Paulo (2007), como descrito a seguir, usado para estimar os *accruals* discricionários:

$TA_i = \alpha + \beta_1 R_i + \beta_2 CD_i + \beta_3 AI_i + \beta_4 AIn_i + \lambda_1 FCO_i + \lambda_2 E_i + \lambda_3 E^2_i + \lambda_4 \Delta E_{i,-1} + \lambda_5 D\Delta E_{i,-1} + \lambda_6 \Delta E_{i,-1} * D\Delta E_{i,-1} + \lambda_7 TA_{i,-1} + \varepsilon_i$ (10)

em que:

TA_i = *accruals* totais da empresa i no período t, ponderadas pelos ativos totais no final do período t-1;

R_i = receitas das vendas líquidas da empresa i no período t, ponderadas pelos ativos totais no final do período t-1;

CD_i = custos e despesas operacionais da empresa i no período t, excetuando-se as despesas financeiras e despesas com depreciação, exaustão e amortização, ponderadas pelos ativos totais no final do período t-1;

AI_i = ativo imobilizado da empresa i no final do período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

$AInt_i$ = ativo intangível da empresa i no final do período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

FCO_i = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

E_i = resultado contábil da empresa i no período t, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

ΔEi_{t-1} = variação no lucro líquido contábil da empresa i do ano t-2 para o ano t-1, ponderada pelo valor do ativo total no início do ano t-2;

$D\Delta E_{it-1}$ = variável *dummy* para indicar se existe variação negativa no lucro líquido contábil da empresa i do ano t-2 para o ano t-1, assumindo valor 1 se $\Delta NI_i < 0$, e 0 nos demais casos;

TA_{t-1} =*accruals* totais da empresa i no período t-1, ponderados pelos ativos totais no final do período t-2;

ε_i = termo de perturbação estocástica;

α, β´s, λ´s e γ´s = coeficientes estimados da regressão.

Já a segunda variável de interesse, GAAP menos informativo, foi medida usando três *proxies* para as quais espera-se, pela ótica da informatividade, uma relação positiva com a qualidade do reporte de informações Non-GAAP.

A primeira *proxy* foi a intangibilidade da empresa, pois embora os ativos intangíveis contribuam para a geração de fluxos de caixa, o reconhecimento e mensuração desse tipo de

ativo ainda é limitado a determinadas situações e condições estabelecidas nas normas contábeis. Dessa forma, argumenta-se que a informação contábil seria limitada para investidores quando estes estão avaliando empresas com altos investimentos em ativos intangíveis, como as empresas dos setores de serviço e tecnologia (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997). As variáveis variação da receita (*Vrec)* e *market to book* (*MtB*) foram usadas como *proxies* caracterizadoras de empresas em crescimento, já que a avaliação desse tipo de empresa é mais ponderada em expectativas de crescimento futuro, do que em números históricos como a informação contábil (LOUGEE; MARQUARDT, 2004).

Quanto ao grupo de variáveis explicativas, foram incluídas no modelo principal, as variáveis com poder explicativo sobre o reporte das informações Non-GAAP. Seguindo Black, E. L. et al. (2017) e Brown et al., (2012) foram adicionadas as seguintes variáveis ao modelo:

(i) reporte prévio de Non-GAAP, pois se a empresa reportou a medida Non-GAAP no período anterior (*LaG_nG*), e para essa divulgação feita em *t-1* foi atribuído o mesmo *score* de qualidade da medida Non-GAAP reportada em *t*, é esperado uma consistência temporal no ato de divulgar a mesma medida Non-GAAP com o mesmo *score* de qualidade no ano subsequente;

(ii) não alcance ou não superação do consenso da previsão dos analistas, pois quando as empresas divulgam resultados contábeis, alguns parâmetros de comparação são usados pelos investidores para avaliar o quão bom ou ruim é aquele número contábil reportado. Alguns desses parâmetros são conhecidos como *benchmark* de mercado, exemplo disso é o consenso da previsão dos analistas. Assim, quando uma empresa não supera o consenso dos analistas (*NeG_F*), espera-se uma maior probabilidade do gestor divulgar medidas Non-GAAP (BROWN, N. C. *et al.*, 2012); e

(iii) o reporte de resultados contábeis negativos, dado que a divulgação de perdas operacionais, dentro dos padrões GAAP (*Pgaap*), resultaria em uma maior propensão em reportar medidas Non-GAAP de baixa qualidade, como forma de tentar diminuir o impacto da divulgação de resultados contábeis desfavoráveis. Logo, espera-se uma relação negativa entre a divulgação de prejuízos e a qualidade do reporte de medidas Non-GAAP.

Por fim, as variáveis de controle inseridas foram:

- Alavancagem, dado evidências empíricas do uso de medidas Non-GAAP em *covenants* de dívidas contratuais (YOUNG, 2014), tem-se a possibilidade de que os credores demandem a divulgação desse tipo de informação. Ainda, pode-se citar a relação positiva encontrada por Lougee e Marquardt (2004) entre a alavancagem financeira e a probabilidade de divulgação de medidas Non-GAAP;

- Tamanho da empresa, argumentando-se que grandes empresas evidenciariam maior qualidade no reporte de medidas Non-GAAP, já que são mais visadas pela maior parte dos investidores e meios de comunicação. A relação esperada é positiva (ZHANG; ZHENG, 2011);
- Volatilidade do lucro líquido como *proxy* para risco, pois quanto mais variável for o resultado da empresa maior a propensão do reporte de medidas Non-GAAP de baixa qualidade, como forma de amenizar a percepção dos investidores em relação as oscilações do desempenho da empresa. Dessa forma, espera-se uma relação negativa;
- Cobertura de analistas (*Cban*) é usada na literatura como uma *proxy* para sofisticação do investidor, e esse tipo de agente seria menos propenso a ser impactado por informações Non-GAAP de baixa qualidade. Portanto, é esperado uma relação positiva (BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005; ZHANG; ZHENG, 2011).

No Quadro 4 são agrupadas e sintetizadas todas as variáveis usadas no estudo, também foi descrita a forma como foram mensuradas e o sinal esperado das variáveis independentes em relação a dependente.

Quadro 4 - Variáveis utilizadas: oportunismo e informatividade.

Variável Dependente	**Siglas**	**Descrição**	**Sinal Esperado**
Qualidade do Non-GAAP	*QEbc* *QEba*	Mensuração realizada conforme descrito no Quadro 2 ou Quadro 3.	
Variáveis de Interesse	**Siglas**	**Descrição**	**Sinal Esperado**
Accruals discricionários	*AccD*	Modelo Paulo (2007)	-
Intangibilidade	*Int*	Intangíveis sobre ativos totais	+
Empresas em Crescimento	*Vrec*	Variação das receitas líquidas de t-1 para t sobre ativos totais	+
Empresas em Crescimento	*MtB*	Relação entre o valor de mercado e o valor contábil	+
Variáveis explicativas	**Siglas**	**Descrição**	**Sinal Esperado**
Reporte prévio de Non-GAAP	*LaG_nG*	1 para o reporte prévio da medida Non-GAAP com mesmo score de qualidade que o obtido em t, e 0 para os demais casos	+
Não superar o consenso da previsão dos analistas	*NeG_F*	1 para o não alcance do consenso dos analistas, isto é, quando o Lucro por ação reportado for menor do que o consenso dos analistas previsto quatro meses antes do reporte das demonstrações contábeis; e 0 para os demais casos.	-
Variabilidade dos lucros	*Vroe*	Desvio padrão do ROE	+

Reporte de resultados contábeis negativos	*Ngaap*	1 para reporte lucro líquido negativo e 0 para os demais casos	-
Variáveis de Controle	**Siglas**	**Descrição**	**Sinal Esperado**
Alavancagem Financeira	*Alav*	Dívida Total/Ativo Total	+
Tamanho da Empresa	*SIze*	Logaritmo natural (ln) do valor de mercado da empresa	+
Cobertura de Analistas	*Cban*	Quantidade de analistas seguindo a empresa.	+
Dummy CVM	*dIN*	Dummy anual para os anos após a entrada em vigor da IN CVM 527/12	+

Fonte: Elaboração Própria, 2017.

3.3.3. Modelos propostos

Após a coleta das variáveis descritas, foi realizado o tratamento dos dados por meio de pacotes estatísticos, e, em seguida, foi usando o modelo Logit Ordenado (no tocante a QnGaap mensurada na Quadro 1), já que este tipo de modelo é uma extensão do modelo logit bivariado e leva em conta o fato da variável dependente ser categorizada de acordo com alguma ordenação lógica (GUJARATI; PORTER, 2011). O modelo completo testado é descrito na equação 10:

$$QnGaap_{i,t} = \alpha + \beta_1 AccD_{i,t} + \beta_2 Int_{i,t} + \beta_3 Vrec_{i,t} + \beta_4 MtB_{i,t} + \beta_5 LaG_nG_{i,t} + \beta_6 NeG_F_{i,t} + \beta_7 Ngaap + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Vroe_{i,t} + \beta_{10} SIze_{i,t} + \beta_{11} Cban_{i,t} + \varepsilon_i \quad (11)$$

Em que: *QnGaap* = Qualidade do Non-GAAP da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *AccD* = *Accruals* discricionárias da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Int* = Intangibilidade da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Vrec* = Variação da receita da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *MtB* = *Market to book* da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *LaG_nG* = Reporte de Non-GAAP da empresa *i* durante o ano fiscal t_{-1}; *NeG*_F = Não superar a previsão dos analistas da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Ngaap* = Reporte de Lucro Líquido negativos da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Alav* = Alavancagem Financeira da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Vroe* = Volatilidade do lucro líquido da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *SIze* = Tamanho da Empresa da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Cban* = Cobertura de Analistas da empresa *i* durante o ano fiscal *t* e ε: valor termo do erro da regressão .

Outra forma de mensurar a qualidade da informação Non-GAAP (*Css*) foi utilizada. Partindo-se da amostra final de 84 empresas, e destas extraindo somente aquelas que obtiveram um *score* 4 durante todos os anos da análise, chegou-se ao número de 39 empresas para as quais

foi atribuído um (1) quando o EBITDA reportado pela empresa superava o EBITDA previsto pelos analistas, e zero para os demais casos. Para tanto, utilizou-se o modelo logístico pela peculiaridade dessa medida ser expressa como variável *dummy*. Nessas circunstâncias, a regressão logística é um modelo útil para modelar a probabilidade de um evento ocorrer como função de uma série de variáveis explicativas que podem ser contínuas e/ou binárias (GUJARATI; PORTER, 2011).

Assim, a equação 11 difere da equação 10 apenas quanto à forma de mensuração da variável qualidade da informação Non-GAAP (*QCss*), que assumirá o valor de 1 quando o Non-GAAP for considerado de qualidade, e 0 nos demais casos.

$$QCss_{i,t} = \alpha + \beta_1 AccD_{i,t} + \beta_2 Int_{i,t} + \beta_3 Vrec_{i,t} + \beta_4 MtB_{i,t} + \beta_5 LaG_{nG\,i,t} + \beta_6 NeG_{F\,i,t} + \beta_7 Ngaap + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Vroe_{i,t} + \beta_{10} SIze_{i,t} + \beta_{11} Cban_{i,t} + \varepsilon_i \quad (12)$$

3.4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.4.1. Análise do *disclosure* dos EBITDA's

Como descrito na metodologia, as variáveis explicadas foram coletadas manualmente e ranqueadas de acordo com os *scores* apresentados no Quadro 3 para o EBITDA CVM, e no Quadro 4 para o EBITDA ajustado. A Tabela 18 apresenta a distribuição temporal do *score* atribuído ao *diclosure* do EBITDA CVM entre os anos de 2010 a 2016. Nota-se um crescimento do *score* 4 a partir do ano 2012, ano este da edição da IN 257/2012 pela CVM. Observa-se também uma predominância do *score* 4 em todos anos da amostra, indicando que mais da metade das empresas pesquisadas cumprem o estabelecido pela referida Instrução Normativa, quanto à forma de cálculo e à divulgação do EBITDA.

O *score* 3 é o segundo maior em termo de frequência, sugerindo que cerca de 16% das empresas pesquisadas não calculam o EBITDA de acordo com a IN 257/CVM, inserindo no seu cálculo outras rubricas como: equivalência patrimonial, *impaiment*, programa de recuperação fiscal (REFIS), efeitos não recorrentes, resultado da venda de ativos fixos, outras receitas ou despesas operacionais e etc. Em relação aos *scores* 1 e 2, considerados de menor qualidade no reporte do EBITDA CVM, cerca de 5% das empresas pesquisadas não divulgam os nomes das contas e/ou os valores usados para realizar os ajustes ao EBITDA.

Tabela 18 - Composição do *disclosure* do EBITDA CVM.

Score	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
4	95	98	133	131	149	149	144
3	49	60	43	47	38	35	35
2	19	19	15	12	11	11	12
1	7	6	3	3	3	3	3
ND	76	67	61	60	60	59	59
NT	31	27	22	24	16	20	24
Total	**277**	**277**	**277**	**277**	**277**	**277**	**277**

Notas: ND: não divulgou; NT: não tem ou não foi encontrado: Coleta feita para 277 empresas entre 2010 a 2016.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 19 é apresentada a composição temporal do *score* da qualidade do Non-GAAP EBITDA ajustado. Comparativamente ao EBITDA CVM, mais de 50% das 277 empresas pesquisadas não divulgam o EBITDA ajustado. O *score* 4 é o maior em termos de frequência, embora tenha-se pequenas oscilações temporais do percentual de empresas que divulgam o EBITDA ajustado de forma transparente, no que diz respeito a contas e valores que fazem parte dos ajustes. Em relação ao *score* 3, em média, 12% das empresas pesquisadas

divulgam o EBITDA ajustado usando rubricas genéricas como “outros ajustes”, “outras despesas operacionais”, e, dessa forma, prejudicam a clareza de como a medida é construída, e consequentemente o que ela representa em termos de desempenho da empresa. O *score* 2 foi atribuído a empresas que apenas divulgaram as contas e valores, porém não fizeram a reconciliação do EBITDA ajustado com um número GAAP imediatamente comparável. Já o *score* 1 indica que houve empresas, entre os anos de 2012 a 2013, divulgando somente os nomes ou valores de contas usadas no cálculo do EBITDA ajustado.

Tabela 19 - Composição do *disclosure* do EBITDA ajustado.

Score	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
4	28	39	43	44	50	50	48
3	24	37	34	32	37	38	36
2	5	5	4	4	6	5	5
1	0	0	2	2	1	0	0
ND	193	170	172	174	166	165	165
NT	27	26	22	21	17	19	23
Total	**277**	**277**	**277**	**277**	**277**	**277**	**277**

Notas: ND: não divulgou; NT: não tem ou não foi encontrado. Coleta feita para 277 empresas entre 2010 a 2016.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Como forma de refinar a análise da qualidade do reporte das medidas Non-GAAP, a Tabela 20 evidencia a frequência de distribuição do *score* do EBITDA CVM e do EBITDA ajustado para as empresas presentes na amostra final do estudo. Analisando a frequência acumulada do EBITDA CVM, cerca de 30% das observações se referem a empresas que não divulgaram a reconciliação em conformidade com o que estabelece a IN 527/12. Todavia, a grande maioria da amostra obteve o *score* 4, indicando que mais de 70% das observações são encontradas no nível máximo de qualidade atribuído ao Non-GAAP em questão.

Em relação ao EBITDA ajustado, a frequência acumulada do percentual de observações entre os *scores* 1 a 3 é maior do que o EBITDA CVM, sugerindo que a divulgação do EBITDA ajustado é mais frequentemente feita em menor nível de qualidade, do que a qualidade do EBITDA CVM. Esse resultado pode estar ligado à regulação mais rígida exercida pela CVM quanto à divulgação do EBITDA CVM. Porém, um percentual representativo da amostral final (55,08%) divulga o EBITDA ajustado fazendo a reconciliação partindo de um número GAAP, onde os valores constantes como ajustes são individualmente destacados em contas específicas.

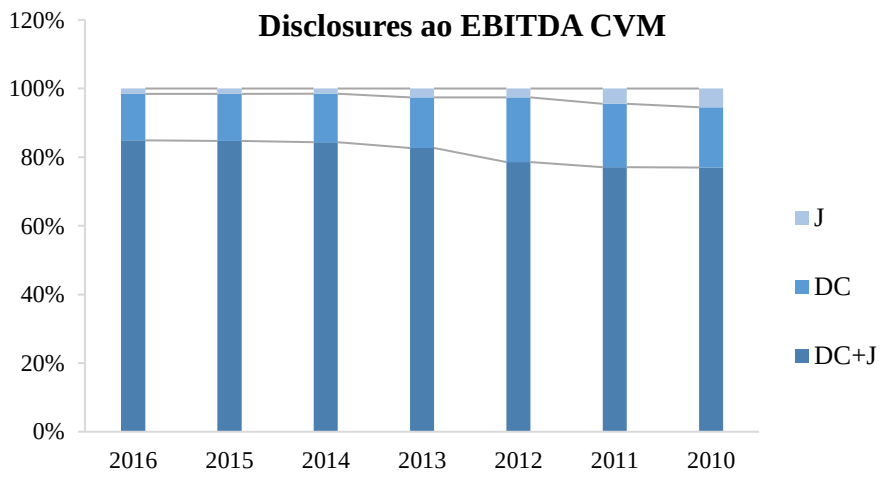
Tabela 20 - Frequência de distribuição do score dos dois tipos de EBITDA

EBITDA CVM				EBITDA ajustado			
Score	**Frequência**	**Percentual**	**Freq. Acumulada**	***Score***	**Frequência**	**Percentual**	**Freq. Acumulada**
1	10	1,98%	1,98%	1	2	1,07%	1,07%
2	28	5,56%	7,54%	2	5	2,67%	3,74%
3	105	20,83%	28,37%	3	77	41,18%	44,92%
4	361	71,63%	100%	4	103	55,08%	100%
Total	504	100%		**Total**	187	100%	

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Adicionalmente, outra verificação foi feita em relação a se as companhias divulgam reconciliações quantitativas para informações históricas e prospectivas das diferenças entre a medição Non-GAAP e a medição contábil, bem como se as companhias citam as razões pelas quais acreditam que as medidas Non-GAAP fornecem informação útil aos investidores. Uma ressalva quanto ao fato de que nenhuma empresa da amostra, que divulgou o EBITDA CVM e/ou o EBITDA ajustado, forneceu informações prospectivas das diferenças entre a medida Non-GAAP e a medida contábil. Assim, no Gráfico 2 pode-se observar, ao longo dos anos, como foram distribuídos esses tipos de *disclosures*, em relação às empresas que divulgaram o EBITDA CVM. Já o Gráfico 3 traz essa mesma análise para as empresas que divulgaram o EBITDA ajustado.

Gráfico 2 - *Disclosures* ao EBITADA CVM.



Legenda:

(DC + J): percentual de empresas que forneceram informações histórias comparativas sobre os ajustes, mais a justificativa do porque a medida Non-GAAP é útil;

(DC): percentual de empresas que apenas forneceram informações históricas comparativas; e

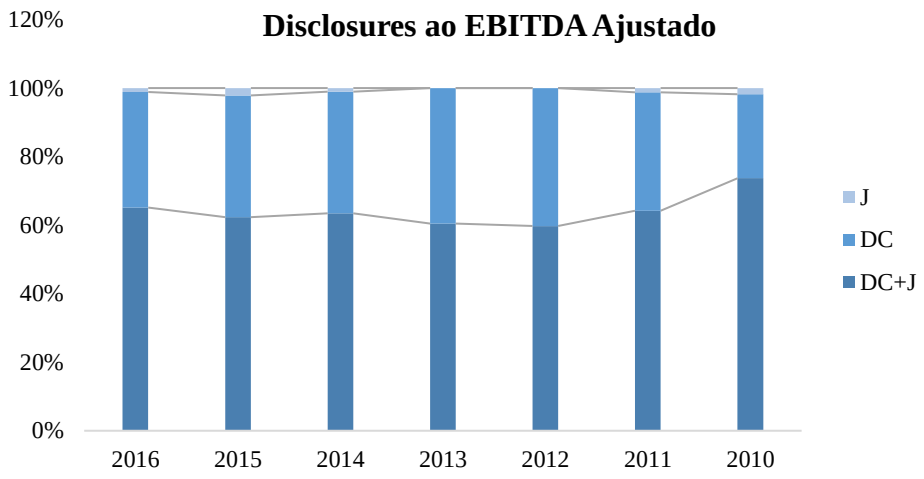
(J): percentual de empresas que forneceram somente as justificativas sobre a utilidade da medida Non-GAAP.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Similarmente ao *score* de qualidade do EBITDA CVM evidenciado na Tabela 18, no Gráfico 2, a partir de 2012, houve um incremento no percentual de empresas que tanto divulgam informações históricas sobre os ajustes realizados, como também forneceram alguma justificativa sobre a utilidade dessa medida Non-GAAP.

De forma divergente ao encontrado no Gráfico 2, no Gráfico 3 os *disclosures* adicionais à medida Non-GAAP EBITDA ajustado não tiveram o mesmo aumento, no de 2012, em termos de divulgação de informações históricas sobre os ajustes realizados, e justificativa sobre a utilidade da medida Non-GAAP. Na verdade, percebe-se que o percentual de empresas que não justificam a utilidade do EBITDA ajustado é bem maior do que esse mesmo percentual em se tratando do EBITDA CVM.

Gráfico 3 - *Disclosures* ao EBITDA ajustado.



Legenda:

(DC + J): percentual de empresas que forneceram informações histórias comparativas sobre os ajustes, mais a justificativa do porque a medida Non-GAAP é útil;

(DC): percentual de empresas que apenas forneceram informações históricas comparativas; e

(J): percentual de empresas que forneceram somente as justificativas sobre a utilidade da medida Non-GAAP.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

3.4.2. Análise Descritiva

A Tabela 21 demonstra a estatística descritiva de todas as variáveis analisadas no estudo. O EBITDA CVM (*Ebc*) e o EBITDA ajustado (*Eba*)[5] são variáveis que assumem apenas valores entre 1 e 4, porém o número de observações finais usadas para os testes estatísticos inferenciais difere entre as duas variáveis, uma vez que a divulgação do EBITDA ajustado é muito inconstante no tempo entre as empresas, optou-se por analisá-lo em painel desbalanceado.

A variável *accruals* discricionários (A*ccD*) é a *proxy* usada para medir o gerenciamento de resultados, e foi imputada para testar a H2 do estudo. Em média, os *AccD* da amostra são negativos e apresentam uma heterogeneidade alta, verificada pelo seu desvio padrão três vezes maior do que a média. As variáveis "intangibilidade" (*Int*), "variação da receita" (*Vrec*) e "*market to book*" (*MtB*) foram as variáveis imputadas para medir a baixa informatividade da informação GAAP. O *Int* apresenta um mínimo de 0,0001 e máximo de 0,8059, sugerindo que as empresas da amostra são muito distintas quanto ao uso de ativos intangíveis. Contudo, as empresas são bem mais heterogêneas quanto à variação da receita, onde o desvio padrão é, aproximadamente, 10 vezes maior do que a sua média. Já o *MtB* sinaliza a existência de empresas com patrimônio líquido negativo (mínimo de -103,27), embora o valor mediano do *MtB* seja positivo e relativamente próximo ao seu valor médio.

As demais variáveis são de controle, o reporte prévio de Non-GAAP de qualidade (*LaG_nG*) é uma *dummy* que assume valor 1 quando a empresa reporta o EBITDA CVM ou ajustado em *t*-1 com *score* igual ao de *t*. Outra variável *dummy* foi inserida para controlar o efeito da empresa não superar o consenso dos analistas (*Neg_F*) sobre o reporte de Non-GAAP de baixa qualidade. A variabilidade do lucro líquido (*Vroe*), mesmo medida pelo desvio padrão do ROE, é muito heterogênea, sugerindo que as empresas da amostra diferem muito entre si em termos de desempenho, quando este é medido pelo lucro líquido. *Ngaap* é uma *dummy* inserida para controlar o efeito do reporte de prejuízos na qualidade do Non-GAAP.

A alavancagem (*Alav*) e o tamanho da empresa são as únicas duas variáveis que apresentam valores médios maiores do que os seus desvios padrões, indicando uma certa homogeneidade das empresas da amostra em relação a endividamento e valor de mercado, embora deva-se ressaltar que a variável tamanho da empresa está expressa em valores logaritmizados. A cobertura de analistas (*Cban)* é uma variável notavelmente heterogênea no

[5] Tabela com a estatística descritiva para essa amostra está no apêndice A.

mercado brasileiro, uma vez que as maiores e mais visadas empresas, geralmente, têm cobertura de analistas, enquanto que as menores e menos visadas não têm (GIRÃO,2016). No que concerne à variável *Cban*, nota-se empresas sem nenhuma cobertura de analistas (mínimo 0), apesar de outras empresas serem acompanhas por até 17 analistas.

Tabela 21 - Estatística descritiva das variáveis analisadas.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Obs	Mínimo	Máximo
EBITDA CVM (Q*Ebc*)	3,6210	0,6830	4	504	1	4
Accruals discricionários (*AccD*)	-0,0462	0,0817	-0,0433	504	-0,5502	0,2501
Intangibilidade (*Int*)	0,0931	0,1499	0,0268	504	0,0001	0,8059
Variação da Receita (*Vrec*)	0,0242	0,2036	0,0339	504	-2,2889	1,1488
Market to Book (*MtB*)	1,5593	6,0403	1,0995	504	-103,27	55,514
Reporte Prévio de Non-GAAP (*LaG_nG*)	0,8889	0,3146	1	504	0	1
Não superar consenso dos analistas (*Neg_F*)	0,3393	0,4739	0	504	0	1
Variabilidade do Lucro Líquido (*Vroe*)	0,4203	3,0116	0,0321	504	0,0000	39,955
Reporte de prejuízo (*Ngaap*)	0,2917	0,4550	0	504	0	1
Alavancagem (*Alav*)	0,3378	0,1818	0,3127	504	0,0009	1,0981
Tamanho da Empresa (*Size*)	21,131	1,9682	21,4055	504	16,512	24,9739
Cobertura de Analistas (*Cban*)	5,0556	5,3880	3	504	0	17

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato painel balanceado.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Uma análise bivariada das variáveis de interesse do estudo foi feita por meio do teste não paramétrico de Kruskal-Wallis. O teste de Kruskal-Wallis foi aplicado considerando a existência de quatro diferentes grupos de empresas, segregados de acordo com a categorização da qualidade do reporte dos EBITDA's analisados. Assim, na Tabela 22 tem-se a estatística *qui*-quadrado e o p-valor para cada variável de interesse testada, tanto para amostra do EBITDA CVM (*Ebc*), painel A, como para a do EBITDA ajustado (*Eba*) no painel B.

Em relação aos grupos de empresa segregados por nível de qualidade do reporte do *Ebc*, os valores da estatística *qui*-quadrado do teste de Kruskal-Wallis indicam que em pelos menos um dos quatro grupos existem diferenças entre as variáveis *accruals* discricionários, intangibilidade e *market to book*. Sabendo que ao menos um dos quatros grupos apresentou diferença de médias, foi usado o teste *post hoc* de Dunn (1964) para comparações múltiplas. O Resultado[6] do teste de Dunn (usando o método de ajuste Bonferroni) indicaram uma diferença de médias entre os grupos 2, 3 e 4 em relação ao grupo 1, ao nível de significância de 5%, para as variáveis *AccD* e *Int*.

[6] Resultados são apresentados no apêndice B.

Em relação à variável *MtB*, o resultado do teste de Dunn indica a existência de diferença de médias entre os grupos 3 e 4 em relação ao grupo 1. Esse resultado sugere que há diferenças significantes entre o grupo 1 de empresas em relação ao demais para as variáveis usadas como *proxy* para verificar a existência de motivação oportunística (*AccD)* e/ou informativa (*Int e MtB*) na qualidade do reporte de informações Non-GAAP.

No Painel B, apenas a variável intangibilidade apresentou funções de distribuição diferentes, estatisticamente, entre os grupos de empresa com níveis diferenciados de qualidade no reporte do EBITDA ajustado (*Eba*). Os resultados do teste de Dunn para a variável intangibilidade, indicam que apenas o grupo de empresas com menor qualidade no reporte do Eba (grupo 1) apresenta-se estatisticamente diferente do grupo 4.

Tabela 22 - Teste não paramétrico de Kruskal-Wallis.

Painel A – Qualidade do reporte EBITDA CVM				
	AccD	***Int***	***Vrec***	***MtB***
Estatística Chi (2)	10,577	15,332	2,3340	10,693
p-valor	0,0143	0,0016	0,5061	0,0135
Painel B – Qualidade do reporte EBITDA ajustado				
	AccD	***Int***	***Vrec***	***MtB***
Estatística Chi (2)	1,2490	11,978	2,2570	1,0580
p-valor	0,7412	0,0075	0,5207	0,7872

Notas: *AccD*: Accruals Discricionários; *Int:* Intangibilidade; *Vrec*: Variação da Receita; *MtB*: Market to Book

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Outra análise bivariada usada foi a correlação de Spearman, apresentada na Tabela 23 para o EBITDA CVM (*QEbc*), e, na Tabela 24, para o EBITDA ajustado.

Analisando os resultados da Tabela 23, verifica-se que a variável *accruals* discricionários (*AccD*) não é estatisticamente correlacionada com a qualidade do reporte do *QEbc*, nem apresenta o sinal esperado teoricamente. As outras três variáveis de interesse – intangibilidade, variação da receita e *market to book* – apresentam uma correlação positiva com o *QEbc*, porém também não são estatisticamente significantes. A variação do lucro líquido e a alavancagem são estatisticamente significantes, sugerindo que aumentos da variação do lucro líquido reduzem a qualidade do reporte do *Ebc*, enquanto que aumentos na alavancagem da empresa, resultariam em aumentos na qualidade do reporte do Non-GAAP. O tamanho (*Size*) também está correlacionado positivamente ao nível de 5% com *QEbc*, sugerindo que grandes empresas tendem a divulgar o EBITDA CVM com maior qualidade. O maior coeficiente de correlação com o *QEbc* é o da variável *dummy* CVM (*dIN*), que é estatisticamente significante a 1%, indicando uma provável ligação entre a regulação da CVM sobre EBITDA e a a qualidade

do seu reporte. Em relação à correlação entre as variáveis explicativas, destaca-se a entre o tamanho das empresas e o número de analistas acompanhando-as (74,8%), sinalizando que as maiores empresas do mercado são também aquelas que são mais visadas pelos analistas.

Na Tabela 24, a qualidade do reporte do EBITDA ajustado (*QEba*) é estatisticamente significante e inversamente relacionada apenas com a intangibilidade das empresas da amostra. Todas as outras variáveis explicativas não demonstram correlação estatisticamente significante com o *QEba*. Adicionalmente, algumas variáveis explicativas mostram correlações altas e significativas entre si e, embora isso possa ser um indicativo da presença de multicolinariedade, essa hipótese foi descartada com a realização de testes mais precisos.

Tabela 173 - Matriz de correlação de Spearman do EBITDA CVM.

	QEbc	***AccD***	***Int***	***Vrec***	***MtB***	***LaG_nG***	***Neg_F***	***Vroe***	***Ngaap***	***Alav***	***Size***	***Cban***	***dIN***
QEbc	1												
AccD	0,023	1											
Int	0,018	-0,142**	1										
Vrec	0,017	0,201***	0,073	1									
MtB	0,053	0,112	0,131**	0,228***	1								
LaG_nG	0,070	-0,042	-0,043	-0,074*	-0,069	1							
Neg_F	0,010	-0,044	0,062	0,061	0,124**	0,027	1						
Vroe	-0,075*	-0,226***	0,004	-0,143**	-0,137**	0,013	-0,139**	1					
Ngaap	-0,073	-0,413***	-0,025	-0,194***	-0,281***	-0,037	-0,036	0,450	1				
Alav	0,080*	-0,238***	-0,077*	-0,118*	-0,056	0,011	0,079*	0,347***	0,333***	1			
Size	0,104**	0,026	0,324***	0,213***	0,428***	-0,060	0,473***	-0,352***	-0,356***	-0,12**	1		
Cban	0,048	0,037	0,216***	0,157***	0,320***	-0,082*	0,568***	-0,229***	-0,206***	0,03	0,748***	1	
dIN	0,148***	-0,126**	0,020	0,143**	-0,121**	0,259***	-0,018	0,035	0,093**	0,12**	-0,050	-0,054	1

Notas: *QEbc*: Qualidade do reporte do EBITDA CVM; *AccD*: Accruals Discricionários; *Int:* Intangibilidade; *Vrec*: Variação da Receita; *MtB*: Market to Book; *LaG_nG:* Reporte Prévio de Non-GAAP; *Neg_F*: Não superar consenso dos analistas; *Vroe*: Variabilidade do Lucro Líquido; *Ngaap*: Reporte de prejuízo; *Alav*: Alavancagem; *Size*; Tamanho; *Cban*: Cobertura de analistas; *dIN*: *Dummy* Instrução CVM. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Tabela 184 - Matriz de correlação de Spearman do EBITDA Ajustado.

	QEbc	***AccD***	***Int***	***Vrec***	***MtB***	***LaG_nG***	***Neg_F***	***Vroe***	***Ngaap***	***Alav***	***Size***	***Cban***	***dIN***
QEba	1												
AccD	-0,004	1											
Int	-0,208**	0,071	1										
Vrec	0,046	0,263***	0,061	1									
MtB	0,012	0,144**	-0,092	0,269***	1								
LaG_nG	0,046	0,101	0,083	-0,166**	0,032	1							
Neg_F	-0,059	-0,108	0,008	-0,058	0,098	0,028	1						
Vroe	0,012	-0,188	0,034	-0,023	-0,115	-0,010	-0,044	1					
Ngaap	-0,056	-0,414***	0,016	-0,128*	-0,320***	0,020	0,072	0,408***	1				
Alav	0,106	-0,389***	-0,072	-0,114	-0,048	-0,001	0,130*	0,446***	0,363***	1			
Size	0,048	-0,024	0,104	0,059	0,488***	0,026	0,356***	-0,200**	-0,218**	-0,16**	1		
Cban	0,038	-0,044	0,152**	0,058	0,304***	-0,006	0,442***	-0,028	-0,013	0,09	0,64***	1	
dIN	0,076	-0,117	0,071	-0,140*	-0,127*	0,261***	0,044	-0,094	0,021	0,14*	0,07	0,031	1

Notas: *QEba*: qualidade do reporte do EBITDA ajustado; *AccD*: Accruals Discricionários; *Int:* Intangibilidade; *Vrec*: Variação da Receita; *MtB*: Market to Book; *LaG_nG:* Reporte Prévio de Non-GAAP; *Neg_F*: Não superar o consenso dos analistas; *Vroe*: Variabilidade do Lucro Líquido; *Ngaap*: Reporte de prejuízo; *Alav*: Alavancagem; *Size*; Tamanho; *Cban*: Cobertura de analistas; *dIN*: *Dummy* Instrução CVM. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

3.4.3. Análise da Qualidade do Reporte dos EBITDA's

São analisados nessa seção os modelos de regressões logit ordenado, tendo como variável dependente a qualidade do reporte do EBITDA CVM (*QEbc)* na Tabela 25, e a qualidade do reporte do EBITDA ajustado (*QEba)* na Tabela 26.

Na Tabela 25 são evidenciados quatro modelos de regressão logística ordenada. No primeiro modelo, painel A, foram testadas apenas as quatro variáveis de interesse do estudo. Os resultados evidenciam a não significância dos coeficientes das referidas variáveis quando testadas isoladamente das demais variáveis explicativas. No segundo modelo foi inserida uma variável *dummy* para controle do efeito da IN CVM 527/2012 (*dIN*) sobre a qualidade do reporte do EBITDA (*QEbc*). Os resultados evidenciam uma relação positiva entre a qualidade do reporte do EBITDA CVM e a entrada em vigor da citada Instrução Normativa, sugerindo que as empresas passaram a reportar um EBITDA de maior qualidade em cumprimento a IN.

Ressalta-se que após a inserção da variável dIN, a variável *market to book* passou a apresentar coeficiente significante e positivamente relacionado com a QEbc. Esse achado indica que após a implementação da IN, as empresas com maiores valores de mercado em relação ao seu valor contábil, passaram a divulgar um EBITDA CVM com maior qualidade. Ainda na Tabela 25, painel B, tem-se os resultados dos testes de todas as variáveis explicativas[7] (modelo IV), bem como a apresentação de um modelo (III) mais parcimonioso e com melhor conteúdo informacional, conforme resultado do teste de Akaike e Schwarz.

Analisando os resultados do modelo III verifica-se, por meio da estatística z de teste, a significância estatística dos coeficientes das variáveis "*dummy* Instrução CVM" (*dIN*), "reporte Prévio de Non-GAAP" (*LaG_nG*), "não superar o consenso dos analistas" (*Neg_F*), "tamanho" (*Size*) e "cobertura de analistas" (*Cban*). Vale salientar ainda que os resultados das estimações dos modelos III e IV corroboram a robustez do modelo geral, já que é observada uma significância estatística para as mesmas variáveis entre os dois modelos, bem como com uma reduzida variabilidade nos coeficientes.

A variável *LaG-nG* apresentou uma relação inversa à esperada teoricamente, indicando que a qualidade do reporte do ano anterior é inversamente relacionada à qualidade do reporte do ano corrente, ou seja, as empresas da amostra não são prováveis de manter o mesmo nível de qualidade no reporte do EBITDA CVM de um ano para o outro. Em relação à variável *Neg_F*, o sinal do seu coeficiente corresponde ao esperado e sugere indícios de reporte

[7] As variáveis variação do lucro líquido e reporte de prejuízo foram retiradas dos modelos finais, já que não apresentaram significância estatística em nenhum dos modelos testados.

oportunístico do *Ebc*, uma vez que, quando a empresa não supera o consenso dos analistas, seria mais provável reportar um *Ebc* de menor qualidade. Esse achado é um pouco similar ao encontrado por Brown et al. (2012), porém o referidos autores constataram apenas uma maior probabilidade de divulgação de informações Non-GAAP quando as empresas não atingiram o consenso dos analistas.

A tamanho da empresa (*Size*) é positivamente relacionada com a *QEbc* e vai ao encontro do esperado pela literatura, indicando que grandes empresas tendem a reportar um *Ebc* com maior qualidade. O mesmo resultado não é evidenciado pela variável cobertura de analistas (*Cban)*, já que empresas com maior cobertura de analistas reportam *Ebc* de menor qualidade. Analisando esse resultado em conjunto com o da variável *Neg_F*, infere-se que a empresa muito visada pelos analistas, quando não atinge o consenso dos analistas, reporta um EBITDA CVM de menor qualidade. Os mesmo resultados e intepretações podem ser evidenciados para o modelo IV, ou seja, a inserção da variável variação da receita e *market to book* não melhora o modelo IV em relação ao III, tanto em termos de significância das variáveis, quanto em relação ao poder informacional do modelo, conforme resultados dos testes Akaike e Schwarz.

Tabela 195 - Análise da qualidade do reporte do EBITDA CVM usando Logit Ordenado.

Painel A				
	Modelo I		**Modelo II**	
Variáveis	**Coeficiente**	**Estatística z**	**Coeficiente**	**Estatística z**
AccD	-1,9987	-0,83	-0,0271	-0,01
Int	-0,6783	-0,35	-0,3462	-0,19
MtB	0,0156	1,41	0,0192*	1,68
Vrec	-0,6925	-0,9	-0,1215	-0,13
dIN	--	--	1,3775***	4,23
Schwarz	625,1703		609,0890	
Akaike	591,3897		571,0858	
Wald Chi2	2,65		22,14	
p-valor	0,6179		0,0005	
Painel B				
	Modelo III		**Modelo IV**	
Variáveis	**Coeficiente**	**Estatística z**	**Coeficiente**	**Estatística z**
AccD	-1,1684	-0,59	-1,1977	-0,45
Int	-1,2878	-0,69	-1,3200	-0,62
dIN	1,7384***	3,47	1,7151***	3,57
LaG_nG	-1,2775**	-2,25	-1,2487**	-2,18
Neg_F	-0,5929*	-1,67	-0,6099*	-1,72
Alav	1,3927	0,62	1,3826	0,56
Size	0,8377***	2,74	0,8510***	2,67
Cban	-0,2369**	-2,53	-0,2382**	-2,52
Vrec	--	--	-0,5961	-0,67
MtB	--	--	0,0101	0,94

Schwarz	604,9843	616,888
Akaike	554,3134	557,7719
Wald Chi2	21,62	24,650
p-valor	0,0057	0,006

Notas: *AccD*: Accruals Discricionários; *Int*: Intangibilidade; *Vrec*: Variação da Receita; *MtB*: Market to Book; LaG_nG: Reporte Prévio de Non-GAAP; *Neg*_F: Não superar o consenso dos analistas; *Alav*: Alavancagem; *Size*; Tamanho; *Cban*: Cobertura de analistas; *dIN*: *Dummy* Instrução CVM.
Erros padrão com correção de White. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Dados configurados em painel balanceado com um quantitativo de 504 observações.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 26, têm-se os resultados dos coeficientes das variáveis explicativas da variável dependente, qualidade do reporte do EBITDA ajustado (*QEba)*. No painel A, o modelo I contêm apenas as variáveis de interesse do estudo, já no modelo II foi adicionada a variável *dIN* para verificar seu impacto na *QEba*.

Os resultados do modelo I vão ao encontro do esperado pela H3, evidenciando relações positivas e significantes das variáveis *market to book* e variação da receita com a *QEba*. Esse resultado sugere indícios de comportamento informativo no reporte do *Eba*, já que ao ser divulgada de forma transparente quanto ao seu cálculo, espera-se que o *Eba* adicione informação em relação ao desempenho operacional da empresa, partindo-se do pressuposto de que os ajustes, inerentes ao seu cálculo, seriam de itens não recorrentes ou não caixa, logo, a exclusão de tais itens auxiliaria na construção de uma medida com maior poder de previsão dos fluxos de caixa futuro da empresa.

Diferentemente do resultado verificado na análise da *QEbc*, no modelo II, Tabela 26, a variável *dummy* CVM não se mostrou significante, nem alterou a significância ou o sinal das demais variáveis do modelo. Assim, pode-se inferir que a IN CVM 527/12 não influenciaria a probabilidade das empresas de reportarem um EBITDA ajustado (*Eba*) de maior ou menor qualidade. Esse resultado pode estar ligado à flexibilidade dada pela IN quanto à forma de calcular o *Eba*, ainda que a mesma flexibilização não seja dada quanto ao modo de divulgação.

Ainda na Tabela 26, no painel B, foi evidenciado um modelo mais parcimonioso (modelo III) e outro modelo incluído todas as variáveis explicativas[8] do estudo. No modelo III, apenas a variação da receita e a alavancagem são significantes. Particularmente, observa-se uma relação positiva entre a variação da receita e a *QEba*, indicando que empresa de crescimento, em termos de receita, reportam EBITDA's ajustados de maior qualidade. Quanto à alavancagem, verifica-se que empresas mais alavancadas reportam um *Eba* de maior qualidade,

[8] Da mesma forma que na análise do EBITDA CVM, as variáveis variação do lucro líquido e reporte de prejuízo foram retiradas dos modelos finais por não apresentaram significância estatística em nenhum dos modelos testados.

e isso pode ser justificado pelo fato de que as medidas Non-GAAP também são avaliadas pelos credores quando da celebração e acompanhamento da execução de contrato de dívida entre as partes (YOUNG, 2014); logo, uma empresa sob maior escrutínio dos seus credores seria mais inclinada a reportar um EBITDA mais transparente em relação aos ajustes que o compõem.

No que concerne os resultados dos coeficientes do modelo IV, estes não diferem dos evidenciados no modelo III, porém o nível de significância reduz e o poder informativo do modelo também, conforme resultados dos testes de Akaike e Schwarz.

Tabela 206 - Análise da qualidade do reporte do EBITDA ajustado usando Logit Ordenado.

Painel A				
	Modelo I		**Modelo II**	
Variáveis	**Coeficiente**	**Estatística z**	**Coeficiente**	**Estatística z**
AccD	0,9809	0,24	1,3022	0,32
Int	-0,2816	-0,1	-0,2093	-0,07
MtB[a]	0,5051**	2,18	0,4972**	2,03
Vrec[a]	4,5536*	1,83	4,8548*	1,83
dIN	--	--	0,5441	1,1
Schwarz	259,0459		263,1803	
Akaike	233,1971		234,1003	
Wald Chi2	15,96		16,87	
p-valor	0,00031		0,0048	
Painel B				
	Modelo III		**Modelo IV**	
Variáveis	**Coeficiente**	**Estatística z**	**Coeficiente**	**Estatística z**
AccD	5,0370	1,16	4,3110	1,03
Vrec[a]	4,9045**	1,96	4,8948*	1,77
LaG_nG	0,2379	0,48	0,2811	0,50
Neg_F	-0,7336	-1,39	-0,6482	-1,30
Alav	8,9913***	2,67	8,1618**	2,39
Size	0,4531	0,81	0,2825	0,46
Cban	0,0017	0,02	0,0072	0,06
dIN	--	--	-0,0363	-0,06
Int	--	--	-0,9808	-0,35
MtB	--	--	0,2505	0,87
Schwarz	268,5047		283,4161	
Akaike	232,9625		238,1806	
Wald Chi2	13,87		29,890	
p-valor	0,0535		0,0009	

Notas: *AccD*: Accruals Discricionários; *Int*: Intangibilidade; *Vrec*: Variação da Receita; *MtB*: Market to Book; LaG_nG: Reporte Prévio de Non-GAAP; *Neg*_F: Não superar o consenso dos analistas; *Alav*: Alavancagem; *Size*; Tamanho; *Cban*: Cobertura de analistas; *dIN*: *Dummy* Instrução CVM.
Erros padrão com correção de White. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. [a] variáveis *winsorizadas* em 5% nos dois extremos da distribuição. Dados configurados em painel desbalanceado usando um quantitativo de 187 observações.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

3.4.4. Teste de Sensibilidade

Buscando dar maior robustez aos resultados da pesquisa, foi usada uma outra forma de medir a qualidade da informação Non-GAAP. Inicialmente, com base nas proposições de Black E. L. et al. (2017), a qualidade do reporte da medida Non-GAAP EBITDA CVM (*Qcss)* foi mensurada por meio de uma variável *dummy* que assumia o valor de um (1) se o EBITDA reportado pela empresa superava o EBITDA previsto pelos analistas, condicionado ao fato de o lucro líquido reportado também ter obtido o mesmo desempenho; e zero nos demais casos. Todavia, após calcular a variável *Qcss*, apenas 38 observações assumiram o valor 1, e esse quantitativo diminuiu para 24 quando foram aplicados os filtros para se chegar ao número de observações finais.

Em vista disso, uma outra forma de mensurar a qualidade do reporte do EBITDA CVM foi utilizada. Partindo da amostra de 84 empresas, e destas extraindo somente aquelas que obtiveram um *score* 4 durante todos os anos da análise, chegou-se ao número de 39 empresas para as quais foi atribuído um (1) quando o EBITDA reportado pela empresa superava o EBITDA previsto pelos analistas, e zero para os demais casos. Portanto, na Tabela 26 são evidenciados os resultados do modelo logit em painel balanceado, contendo um número final de 234 observações para os anos de 2011 a 2016.

São evidenciados três modelos na Tabela 27. O modelo I evidencia o teste feito usando apenas as variáveis de interesse do estudo, porém, pela análise da estatística Wald chi2, o modelo não é significante. Em relação ao modelo II, as variáveis testadas foram exclusivamente as de controle, e, conforme estatística Wald chi2, o modelo é adequado para prever a ocorrência do reporte de um *Ebc* de qualidade.

De forma particular, a variável superar o consenso dos analistas (*Neg_F*) se mostra significante ao nível de 5% e positivamente relacionada com a *QEbc*, indicando que as empresas que não superam o consenso dos analistas em bases GAAP, divulgam um EBITDA CVM de score 4 que supera o EBITDA previsto pelos analistas, mesmo quando o lucro líquido não tem o mesmo desempenho. Esse resultado é particularmente interessante, pois, para Bhattacharya *et al*. (2003), a superação do consenso dos analistas em bases Non-GAAP, quando o resultado GAAP não tem o mesmo desempenho, reduziria a percebida informatividade da medida Non-GAAP para os investidores. Todavia, os referidos autores não investigaram como, e se isso poderia estar atrelado a um *diclosure* de qualidade das medidas Non-GAAP.

A variação do lucro líquido, no modelo II, também é significante ao nível de 5% e negativamente relacionado com a *QEbc*, sugerindo que aumentos da variação do lucro líquido

resultam em uma menor probabilidade da empresa reportar um *Ebc* de qualidade, e que supere o EBITDA previsto pelos analistas. Por fim, pela análise do sinal do coeficiente da variável *Ngaap*, empresas que reportam prejuízo contábil teriam mais chances de divulgar um *Ebc* de maior qualidade e que supere o EBITDA dos analistas. Analisado em conjunto, os resultados do modelo II indicam que empresas com menor variabilidade do lucro líquido, com prejuízos apurados no período, e que não superaram o consenso dos analistas, são mais prováveis de emitir um EBITDA calculado e divulgado de acordo com a IN 527/12 da CVM, e esse EBITDA supera o EBITDA previsto pelos analistas.

Em relação ao modelo III, em que todas variáveis explicativas[9] são inseridas, nota-se que a *Vroe* deixa de ser significante, bem como as variáveis *Neg_F* e *Ngaap* reduzem o seu nível de significância, porém conservam o mesmo sinal. Além disso, o modelo III perde poder informacional quando se compara os resultados dos testes de Akaike e Schwarz entre os modelos II e III.

Tabela 217 - Análise da qualidade do reporte do EBITDA CVM usando Logit.

	Modelo I		**Modelo II**		**Modelo III**	
Variáveis	**Coeficiente**	**Estatística z**	**Coeficiente**	**Estatística z**	**Coeficiente**	**Estatística z**
AccD	-2,7547	-1,23	--	--	-0,7137	-0,27
Int	-0,0837	-0,05	--	--	-0,0058	0,00
Vrec	-0,7730	-0,9	--	--	-0,6565	-0,75
MtB	-0,0147	-0,39	--	--	0,0459	0,55
Neg_F	--	--	1,1011**	2,38	1,1324**	2,38
Vroe	--	--	-0,0687**	-2,03	-0,1080	-0,82
Ngaap	--	--	1,5881***	2,79	1,4708**	2,51
Alav	--	--	-0,7273	-0,52	-0,5897	-0,39
Size	--	--	0,2360	1,42	0,2597	1,25
Cban	--	--	0,0880	1,41	0,0847	1,27
Constante	-0,5529	-1,57	-6,3276*	-1,88	-6,9377	-1,6
Schwarz	315,6736		300,6045		321,4635	
Akaike	294,9416		272,9619		279,9997	
Wald Chi^2	2,53		24,290		24,360	
p-valor	0,6389		0,0005		0,0067	

Notas *AccD*: Accruals Discricionários; *Int:* Intangibilidade; *Vrec*: Variação da Receita; *MtB*: *Market to Book*; *Neg_F*: Não superar consenso dos analistas; *Vroe*: Variabilidade do Lucro Líquido; *Ngaap*: Reporte de prejuízo; *Alav*: Alavancagem; *Size*; Tamanho; *Cban*: Cobertura de analistas.
Erros padrão com correção de White. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

[9] Pelo fato da variável dependente analisada nesta secção exigir a condição de que todas as empresas tenham *score* 4, atribuído ao reporte do EBITDA CVM, em todos os anos analisados, as variáveis Reporte Prévio de Non-GAAP e a *Dummy* Instrução CVM foram retiradas pela ausência de variabilidade dos dados.

3.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo dessa segunda parte do trabalho foi analisar o *trade-off* entre incentivos oportunísticos e informativos em relação a qualidade do reporte de informações Non-GAAP. Foram exploradas duas medidas Non-GAAP – EBITDA CVM e o EBITDA ajustado – onde a qualidade do reporte dessas duas medidas foi mensurada de forma distinta, entre elas, quanto aos critérios para atribuição do *score* de pontuação que variou entre 1 a 4. Em termos de qualidade do reporte das medidas Non-GAAP analisadas, os resultados evidenciam um comportamento distinto, onde a qualidade do EBITDA CVM tem influência positiva direta da Instrução Normativa 527/12 da CVM, embora a qualidade do reporte do EBITDA ajustado não apresente a mesma característica.

Analisando individualmente, a probabilidade do EBITDA CVM ser reportado com maior qualidade aumenta quando a divulgação dessa medida é feita por grandes empresas e após a regulação da CVM, porém essa probabilidade diminui quando a cobertura dos analistas aumenta, e quando o lucro líquido por ação da empresa não supera o consenso dos analistas.

Delimitando a análise ao grupo de empresas que cumprem completamente (*score* 4) a IN CVM, infere-se uma predominância de motivações informativas para um reporte de qualidade do EBITDA CVM, pelo fato do lucro contábil ficar aquém do consenso analistas, mesmo que o EBITDA CVM reportado supere a previsão dos analistas quando este é divulgado com maior qualidade.

Quanto a probabilidade de divulgar um EBITDA ajustado de maior qualidade, esta é influenciada positivamente quando as empresas apresentam maiores variações na receita (empresas em crescimento) e são mais alavancadas. A relação encontrada entre empresas em crescimento e uma maior probabilidade de reportar um EBITDA ajustado de qualidade vai ao encontro da H3 do estudo, e evidencia que o *disclosure* do EBITDA ajustado é feito de forma a ser mais informativo do que oportunístico, uma vez que empresas em crescimento são mais prováveis de divulgar um EBITDA ajustado mais transparente, em relação a contas e valores que o compõem, além de reconciliá-lo com um número GAAP de forma a deixar claro como a medida Non-GAAP foi construída e, consequentemente, o que ela representa em termos de mensuração de desempenho da empresa.

Em relação a alavancagem, ainda que a literatura aponte uma relação positiva e determinística com a probabilidade de reporte de medidas Non-GAAP, argumentar que empresas mais endividadas reportem EBITDA ajustado de maior qualidade é um pouco contraditório dada a perspectiva de que a gestão, em uma situação de alto endividamento da

empresa, possa se utilizar de modo oportunístico das informações Non-GAAP com o objetivo de diminuir a percepção de risco de solvência da empresa por parte dos credores e demais usuários externos da informação.

4 CONCLUSÕES

As informações Non-GAAP possuem um potencial informativo, dada a discricionariedade permitida à gestão quando da sua construção e formas de divulgação. Essa mesma discricionariedade pode ser usada pelos gestores com o objetivo de gerenciar a percepção dos usuários da informação.

Verificar vieses informativos ou oportunísticos que a informação Non-GAAP pode assumir, presume que a mesma é útil aos usuários, ou seja, é *value relevance* para os investidores no contexto do Mercado capitais brasileiro. Nesse sentido, primeiro foi testado o *value relevance* de informações Non-GAAP. Os resultados relevam que o EBITDA CVM, em sendo a medida Non-GAAP analisada mais reportada pelas empresas, é também a mais persistente em termos de associação Incremental e relativa com os retornos das ações, quando estes são calculados de forma mais precisa à época de divulgação das demonstrações contábeis das companhias.

Em outras palavras, o EBITDA CVM supera o lucro líquido e o EBITDA ajustado em termos de explicação dos retornos das ações, conforme resultados das regressões quantílica e linear. Assim, a hipótese I do estudo não é, parcialmente, rejeita dado o resultado encontrado para a medida Non-GAAP EBITDA CVM.

No entanto, ainda que *value relevance*, o nível de qualidade do *disclosure* de medidas Non-GAAP ainda seria uma questão em aberto. Visando preencher essa lacuna, foi explorado os aspectos informativos ou oportunísticos (assumidos como razões subjacentes para o reporte de informações Non-GAAP) relacionando-os à probabilidade de reporte de medidas Non-GAAP de qualidade. Os resultados indicam que cerca de 30% da amostra não cumpre completamente as determinações da CVM quanto ao *disclosure* do EBITDA, muito embora a qualidade do reporte dessa medida, em sendo influenciada pela regulação da CVM, apresente aspectos de caráter informativo como incentivos para o seu reporte. Todavia, a qualidade do reporte EBITDA é inversamente relacionada ao fato do líquido da empresa não superar o consenso dos analistas, sugerindo assim, a existência também de aspectos oportunísticos como motivações para o seu reporte.

Em relação ao EBITDA ajustado, esse é frequentemente menos divulgado pelas empresas, bem como não é *value relevance* para explicar o retorno das ações. Os níveis de qualidade do reporte do EBITDA ajustado oscilam mais do que o do EBITDA CVM, embora uma maior qualidade no reporte dessa medida seja mais provável de acontecer quando a mesma é divulgada por empresas em crescimento e endividadas.

A relação encontrada entre empresas em crescimento e uma maior probabilidade de reportar um EBITDA ajustado de qualidade vai ao encontro a hipótese III do estudo, justificada pela maior presença, geralmente, de itens não recorrentes em empresas em crescimento. Por esse motivo, o reporte de um Non-GAAP de qualidade procuraria diminuir o efeito desses itens sobre o resultado operacional divulgado pela gestão. Em outras palavras, as grandes empresas do mercado, bem como as mais endividadas, possivelmente, são também as que mais divulgam essa medida Non-GAAP devido a uma maior presença de itens não recorrentes, dada a complexidade dos seus negócios. Todavia, inferir que as empresas mais alavancadas são mais prováveis de reportar um EBITDA ajustado de maior qualidade devido ao escrutínio de credores presume, entre outras coisas, que haja a utilização dessa medida em cláusulas contratuais de dívidas, e essa é uma questão além do escopo desse trabalho.

Algumas limitações como a coleta de informações Non-GAAP feitas, diretamente, nos formulários de referências das empresas delimitou o escopo da análise de estudo a apenas um canal de divulgação de informações, embora outros canais (*conference calls*, redes sociais) podem ser usados para o reporte de uma grande variedade de medidas Non-GAAP. Outra limitação foi a quantidade de medidas Non-GAAP analisadas, (apenas duas), ainda que essas medidas tendam a ser muito particularizadas pelas empresas que reportam, o que pode dificultar a análise de mais de uma variável de forma agrupada.

REFERÊNCIAS

ALBRING, S. M.; CABÁN-GARCÍA, M. T.; RECK, J. L. The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. *Review of Accounting and Finance*, 2010.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, p. 159–178, 1968.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1–3, p. 77–104, 2001.

BATISTA, T. C.; OLIVEIRA, J.F.; MACEDO, M.A.S.. Relevância da Informação Contábil para o Mercado Brasileiro de Capitais: uma análise comparativa entre Lucro Líquido, Lucro Abrangente e Fluxo de Caixa Operacional. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, v. 16, n. 1, p. 381–408, 2017. Disponível em: <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race/article/view/12052>.

BEAVER, W. H. The Information Content of Annual Announcements Earnings. *Journal of Accounting Research*, v. 6, n. 1968, p. 67–92, 1968.

BHATTACHARYA, N.; BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T.E.; LARSON, C.R.. Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 36, n. 1–3 SPEC. ISS., p. 285–319, 2003.

BLACK, D. E.; BLACK, E.L.; CHRISTENSEN, T.E.; HENINGER, W.G. Has the Regulation of Pro Forma Reporting in the US Changed Investors' Perceptions of Pro Forma Earnings Disclosures? *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 39, n. 7–8, p. 876–904, 2012.

BLACK, D. E.; CHRISTENSEN, T.E.; CIESIELSKI, J.T.; WHIPPLE, B.C. *Non-GAAP Reporting : Evidence from Academia and Current Practice*. . [S.l: s.n.], 2017.

BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T.E.; KIOSSE, P.V.; STEFFEN, T.D. Has the Regulation of Non-GAAP Disclosures Influenced Managers' Use of Aggressive Earnings Exclusions? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, p. 1–32, 2015. Disponível em: <http://jaf.sagepub.com/lookup/doi/10.1177/0148558X15599131>.

BLACK, E. L. The Ethical Reporting of Non-GAAP Performance Measures. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 27, n. 70, p. 7–11, 2016. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772016000100007&lng=en&nrm=iso&tlng=en>.

BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T.E.; JOO, T.T.; SCHMARDEBECK, R. The Relation Between Earnings Management and Pro Forma Reporting. *Contemporary Accounting Research*, v. 34, n. 2, p. 750–782, 2017.

BOWEN, R. M.; DAVIS, A. K.; MATSUMOTO, D. A. Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *Accounting Review*, v. 80, n. 4, p. 1011–1038, 2005.

BRADSHAW, M. T.; SLOAN, R. G. GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research*, v. 40, n. 1, p. 41–

66, 2002.

BROWN, L. D.; SIVAKUMAR, K. Comparing the value relevance of two operating income measures. *Review of Accounting Studies*, v. 8, n. 4, p. 561–572, 2003.

BROWN, N. C.; CHRISTENSEN, T.E.; ELLIOTT, W.B.; MERGENTHALER, R.D. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, v. 50, n. 1, p. 1–40, 2012.

BRUGNI, T. V.; SALES NETO, A.; BASTIANELLO, R.F.; PARIS, P.K.S. Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 3, p. 82–99, 2012. Disponível em: <http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/2556/2030>.

CHOI, Y. S.; YOUNG, S. Transitory earnings components and the two faces of non-generally accepted accounting principles earnings. *Accounting and Finance*, v. 55, n. 1, p. 75–103, 2015.

COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, p. 39–67, 1997.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Ofício Circular nº 01/2006. Orientação sobre a Elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas. Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: < http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2006.asp >. Acesso em: 25 out. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 527, de 4 de outubro de 2012. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Disponível em: <www.cvm.org.br>. Acesso em: 30 maio de 2017.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Brasília: 02 de dezembro de 2011. Disponível em: <www.cpc.org.br>. Acesso em: 15 jun. 2017

CURTIS, A. MCVAY, S.; WHIPPLE, B. Non-GAAP Earnings : Informative or Opportunistic ? An Analysis of Transitory Gains. *The Accounting Review*, v. 89, n. 3, p. 933–958, 2014.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, v. 77, n. SUPPL., p. 35–59, 2002.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, v. 25, n. 2, p. 133–168, 1998. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MImg&_imagekey=B6V87-3V7J1WW-6-2X&_cdi=5863&_user=513551&_orig=browse&_coverDate=05/27/1998&_sk=999749997&view=c&wchp=dGLbVzz-zSkWW&md5=51a71773d71c833a8ea531b5248033fe&ie=/sdarticle.pdf>.

DICHEV, I. D.; TANG, V. W. Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. *Accounting Review*, v. 83, n. 6, p. 1425–1460, 2008.

DILLA, W. N.; JANVRIN, D. J.; JEFFREY, C. Pro forma accounting disclosures: The effect

of reconciliations and financial reporting knowledge on nonprofessional investors' judgments. *Advances in Accounting*, v. 30, n. 1, p. 43–54, 2014. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2013.12.002>.

DOYLE, J. T.; LUNDHOLM, R. J.; SOLIMAN, M. T. The predictive value of expenses excluded from pro forma earnings. *Review of Accounting Studies*, v. 8, n. 2/3, p. 145–174, 2003. Disponível em: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true%5C&db=bth%5C&AN=10244897%5C&site=ehost-live%5Cnhttp://link.springer.com/10.1023/A:1024472210359>. Acesso em: 7 jan. 2017.

DUNN, O. J. Multiple comparisions using rank sums. Technometrics, v. 6, 1964. Disponível em: <https://alexisdinno.com/stata/dunntest.txt>. Acesso em: 17 out. 2016.

DUARTE, F. C. DE L.; GIRÃO, L. F. DE A. P.; PAULO, E. Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar? *Revista de Administração Contemporânea*, v. 21, n. spe, p. 110–134, 2017. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552017000700110&lng=pt&tlng=pt>.

ELSHAFIE, E.; YEN, A. A.-R.; YU, M. The association between pro forma earnings and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, v. 9, n. 2, p. 139–155, 18 maio 2010. Disponível em: <hyettp://dx.doi.org/10.1108/14757701011044161>. Acesso em: 17 out. 2016.

ENTWIST, G. M.; FELTH, G. D.; MBAGW, C. The Value Relevance of Alternative Earnings Measures: A Comparison of Pro Forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, v. 25, n. April, p. 288, 2010. Disponível em: <http://jaf.sagepub.com.ezproxy.uct.ac.za/content/25/2/261.short>.

ENTWISTLE, G. M.; FELTHAM, G. D.; MBAGWU, C. Credibility Attributes and Investor Perceptions of Non-GAAP Earnings Exclusions. *Accounting Perspectives*, v. 11, n. 4, p. 229–257, 2012.

FAMA, E. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work, J*ournal of Financ*e 25, p. 383-417, 1969. Publicado em maio de 1970.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Source Journal of Accounting Research Journal of Accounting Research*, v. 37, n. 2, p. 319–352, 1999. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2491412%5Cnhttp://about.jstor.org/terms>.

GIETZMANN, M. Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4):599-634 · May 2005

GIRÃO, L. F. A. P. *Competição por informações, ciclo de vida e custo do capital no Brasil*. 2016. 82 f., il. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)—Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa, 2016.

GONÇALVES, K. A.; CONEGLIAM, L.; HENRIQUE, C. Value Relevance Das

Propriedades Para Investimento : Evidências Do Mercado De Capitais Brasileiro . Value Relevance of Investment Properties : Evidence from the Brazilian Capital Market . *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 20, n. 1, p. 2–19, 2017.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 40, n. 1–3, p. 3–73, 2005.

GRILLO, F. F. LACHINI, T.C.; BAIOCO, V.G.; REINA, D.; SARLO NETO, A. Value Relevance : Análise Dos Efeitos Da Avaliação a Valor Justo. *ConTexto*, v. 16, n. 32, p. 94–109, 2016. Disponível em: <https://attachment.outlook.office.net/owa/nelsonfelipe77@hotmail.com/service.svc/s/GetFileAttachment?id=AQMkADAwATY0MDABLWFhAGY0LTI2YTItMDACLTAwCgBGAAAD6CM1tix%2Fjkm7LFXKH0CA9AcACmT%2F7CuQc0OcbppRDyBq1gAAAgEMAAAACmT%2F7CuQc0OcbppRDyBq1gAAAH%2BwifAAAAABEgA>.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. Econometria Básica 5 ed. AMGH Editora, 2011.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1–3, p. 405–440, 2001.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its. *Accounting Horizons*, v. 13, n. 4, p. 365–383, 1999.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The Relevance of the Value Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. February, p. 3–75, 2001.

HUANG, Q.; SKANTZ, T. R. The informativeness of pro forma and street earnings: an examination of information asymmetry around earnings announcements. *Review of Accounting Studies*, v. 21, n. 1, p. 198–250, 2015.

KABURECK, R. G. *Accounting for non-GAAP earnings measures*. Mar. 2017. Disponível em: < http://www.ifrs.org/Features/Pages/article-accounting-for-non-gaap-earnings-measures.aspx >. Acesso em: 30 mar. 2017.

KOTHARI, S. P.; RAMANNA, K.; SKINNER, D. J. Discussion of “Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting”. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, p. 246–286, 2010. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.003>.

KPMG. *Um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medições não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente Divulgações*. . [S.l: s.n.]. Disponível em: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2016/11/br-divulgacoes-contabeis-outubro-2016.pdf>. , 2016

LOPES, A. B.; DE SANT’ANNA, D. P.; DA COSTA, F. M. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *Rev. Adm.*, v. 42, n. 4, p. 497–510, 2007. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1247>.

LOUGEE, B. A; MARQUARDT, C. A. An Disclosure : Empirical Examination of " Pro Earnings Earnings. *The Accounting ReviewReview*, v. 79, n. 3, p. 769–795, 2004.

MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A. DA S.; MACHADO, M. R. Analysis of the Relevance of Information Content of the Value Added Statement in the Brazilian Capital Markets. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 26, n. 67, p. 57–69, 2015. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772015000100057&lng=en&nrm=iso&tlng=en%5Cnhttp://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772015000100057&lng=en&tlng=en>.

MARTINEZ, A. L. *"Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras.* 2001. 154 f. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/%5Cnhttp://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/pt-br.php%5Cnhttp://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/publico/tde.pdf>.

MILLER, J. S. Opportunistic disclosures of earnings forecasts and non-GAAP earnings measures. *Journal of Business Ethics*, v. 89, n. SUPPL. 1, p. 3–10, 2009.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A.. Fatores Determinantes do Nível de Disclosure Voluntário das Companhias Abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 3, n. 2, p. 72–95, 2009.

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, p. 661-687, 1995.

PAULO, E. *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. 2007. 260 f. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

RIBEIRO, A. M.; CARMO, C.H.S.; FAVERO, L.P.L.; CARVALHO,L.N.. Manager's Discretionary Power and Comparability of Financial Reports: An Analysis of the Regulatory Transition Process in Brazilian Accounting. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 27, n. 70, p. 12–28, 2016. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772016000100012&lng=en&nrm=iso&tlng=en>.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.

SANTOS, A. C. DOS; STAROSKY FILHO, L.; KLANN, R. C. Efeitos do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no value relevance das demonstrações contábeis de organizações brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 11, n. 22, p. 95–118, 2014.

SANTOS, M. A. C. DOS; CAVALCANTE, P. R. N. Effect of the Adoption of IFRS on the Information Relevance of Accounting Profits in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 66, p. 228–241, 2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000300228&lng=en&nrm=iso&tlng=en>.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, v.3, n.4, p.91-102, dez. 1989.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION - SEC. Release nº 33-8176 *Regulation G. Conditions for use of Non-GAAP Financial Measures.* Disponível em: < https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm >. Acesso em: 10 out.2016.

SILVA, A. F.; MACEDO, M. A. DA S.; MARQUES, J. A. V. DA C. Análise Da Relevância Da Informação Contábil No Setor Brasileiro De Energia Elétrica No Período De 2005 a 2007: Uma Discussão Com Foco Nas Variáveis Ll, Fco E Ebitda. *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 2, p. 06–24, 2012. Disponível em: <http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/2181/1942>.

SILVA FILHO, A. C.; MACHADO, M. A. V. Persistência e Relevância dos Accruals: Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 7, n. 4, p. 387–406, 2013. Disponível em: <http://repec.org.br/index.php/repec/article/view/985%5Cnhttp://repec.org.br/index.php/repec/article/download/985/805>.

VENTER, E. R.; EMANUEL, D.; CAHAN, S. F. The Value Relevance of Mandatory Non-GAAP Earnings. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, v. 50, n. 1, p. 1–24, 2014. Disponível em: <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84897768482&partnerID=tZOtx3y1>.

VERRECCHIA, R. E. Essay on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 1–3, p. 97–180, 2001.

VIEIRA, C. A. M.; GIRÃO, L. F. D. A. P. Relevância da Instrução CVM 527 para o mercado de capitais: Um Estudo sobre a Padronização do EBITDA pela CVM. *Registro Contábil*, v. 5, n. 2, p. 87–99, 2012.

YOUNG, S. The drivers, consequences and policy implications of non-GAAP earnings reporting. *Accounting and Business Research*, v. 44, n. October, p. 444–465, 2014. Disponível em: <http://www-tandfonline-com.ezproxy.uct.ac.za/doi/pdf/10.1080/00014788.2014.900952>.

ZHANG, H.; ZHENG, L. The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 51, n. 1–2, p. 186–202, 2011.

APÊNDICES

APÊNDICE A – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS PARA A AMOSTRA DO EBITDA AJUSTADO

Tabela: Estatística descritiva

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Obs	Mínimo	Máximo
EBITDA Ajustado (EBa)	3,5027	0,6080	4	187	1	4
Accruals Discricionários (AccD)	-0,0467	0,0678	-0,0466	187	-0,3700	0,1659
Intangibilidade (Int)	0,1082	0,1870	0,0319	187	0,0005	0,8059
Variação da Receita (Vrec)	0,0455	0,1216	0,0366	187	-0,6385	0,3434
Market to Book (MtB)	1,7576	2,5209	1,0925	187	-12,909	17,689
Reporte Prévio de Non-GAAP (LaG_nG)	0,7540	0,4318	1	187	0	1
Não atingir o consenso dos analistas (Neg_F)	0,4813	0,5010	0	187	0	1
Variabilidade do Lucro Líquido (Vroe)	0,1078	0,2773	0,0321	187	0,0003	2,417
Reporte de prejuízo (Ngaap)	0,3422	0,4757	0	187	0	1
Alavancagem (Alav)	0,3518	0,1641	0,3245	187	0,0309	0,8831
Tamanho da Empresa (Size)	21,806	1,3592	21,9105	187	18,774	24,7369
Cobertura de Analistas (Cban)	7,2941	5,1016	7	187	0	17

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato painel desbalanceado.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

APÊNDICE B – RESULTADOS DO TESTE DE COMPARAÇÃO ENTRE PARES DE DUNN (1964) COM AJUSTE DE BONFERRONI

Accrual discricionário - EBITDA CVM

Grupos	1	2	3
2	-3,221709		
	0,0038		
3	-2,676487	1,415621	
	0,0223	0,4707	
4	-2,889327	1,328435	-0,36515
	0,0116	0,5521	1

Accrual discricionário - EBITDA Ajustado

Grupos	1	2	3
2	0,12366		
	1		
3	0,710874	0,879055	
	1	1	
4	0,634387	0,763096	-0,37329
	1	1	1

Intangibilidade - EBITDA CVM

Grupos	1	2	3
2	-3,895633		
	0,0003		
3	-3,347041	1,539528	
	0,0025	0,371	
4	-3,504084	1,589389	-0,141134
	0,0014	0,3359	1

Intangibilidade - EBITDA Ajustado

Grupos	1	2	3
2	1,132816		
	0,7719		
3	2,093593	1,195468	
	0,1089	0,6957	
4	2,523351	1,8643	2,004779
	0,0349	0,1868	0,135

Variação da Receita - EBITDA CVM

Grupos	1	2	3
2	-0,869498		
	1		
3	-1,424199	-0,710001	
	0,4632	1	
4	-1,33093	-0,542112	0,402817
	0,5496	1	1

Variação da Receita - EBITDA Ajustado

Grupos	1	2	3
2	0,401896		
	1		
3	-0,4308122	-1,397191	
	1	0,4871	
4	-0,451482	-1,438139	-0,091401
	1	0,4512	1

Market to Book - EBITDA CVM

Grupos	1	2	3
2	-1,887307		
	0,1774		
3	-3,006972	-1,409856	
	0,0079	0,4757	
4	-2,947905	-1,273153	0,451903
	0,0096	0,6089	1

Market to Book - EBITDA Ajustado

Grupos	1	2	3
2	0,12366		
	1		
3	-0,459622	-0,937492	
	1	1	
4	-0,414047	-0,871438	0,222975
	1	1	1

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

APÊNDICE C – RESULTADOS DO MODELO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Modelo de Paulo (2007) estimado por efeitos aleatórios e com erro padrão robusto de White

	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística z	Intervalo de confiança	
Constante	-0,0302 **	0,0135	-2,24	-0,0566	-0,0038
R	0,6764***	0,0862	7,84	0,5074	0,8454
CD	-0,6885***	0,9183	-7,50	-0,8685	-0,5085
AI	-0,7295	0,0509	-1,43	-0,1727	0,2681
Aint	-0,0239	0,0173	-1,38	-0,0577	0,0100
FCO	-0,9453***	0,0506	-18,68	-1,0445	-0,8461
$D\Delta E_{it-1}$	0,1429**	0,0050	2,86	0,0045	0,0241
TA_{t-1}	0,0001	0,0002	0,47	-0,0002	0,0004
Observações	1626			**Wald Chi^2**	1017,36
R^2	0,4858			**Chi^2**	0,000

Nota: Erros padrão com correção de White. *, **, *** representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Dados configurados em painel balanceado.

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

ANEXO A – ATA DE DEFESA

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – PPGCC

ATA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO

DEFESA DE DISSERTAÇÃO Nº 21

Ata de Sessão Pública da Defesa de Dissertação da aluna Geisa Cassiana Paulino da Silva, do Curso de Mestrado do Programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos

Aos dezenove dias do mês de fevereiro do ano de dois mil e dezoito, às quatorze horas, reuniu-se no Centro de Ciências Humanas, Letras e Artes, da Universidade Federal da Paraíba, a Banca Examinadora, composta pelos professores doutores: **Márcia Reis Machado (Presidente da Banca Examinadora), Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão (Membro Interno – PPGCC/UFPB) e Sulliani Rover (Membro Externo – UFSC)**, para julgar o trabalho de dissertação intitulado: "**INFORMAÇÃO NON-GAAP: EVIDÊNCIAS DO SEU VALUE RELEVANCE, E UMA ANÁLISE DO TRADE-OFF ENTRE OPORTUNISMO E EFICIÊNCIA NA QUALIDADE DO SEU REPORTE**", de autoria da aluna Geisa Cassiana Paulino da Silva, orientada pelo Prof. Dr. Edilson Paulo. Dando início aos trabalhos, a Profª. Dra. Márcia Reis Machado, Presidente da Banca Examinadora, explicou aos presentes a finalidade da sessão pública, e passou a palavra à mestranda para que fizesse a apresentação de seu trabalho de dissertação. Após a apresentação do trabalho, a banca examinadora fez arguições à candidata, que as respondeu. Em seguida, a Profª. Dra. Márcia Reis Machado, presidente da banca examinadora, acatou as observações e solicitou aos presentes que fosse esvaziado o recinto, para que fosse feito o julgamento do trabalho. A Banca Examinadora então atribuiu à aluna o conceito:

(X) Aprovado
( ) Insuficiente
( ) Reprovado

Comentários da Banca Examinadora

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – PPGCC

Comentários da Banca Examinadora

Proclamados os resultados, o Presidente da Banca Examinadora encerrou os trabalhos referentes à defesa de dissertação da discente. João Pessoa, 19 de fevereiro de 2018.

Márcia Reis Machado

Profª. Dra. Márcia Reis Machado
Presidente da Banca Examinadora– PPGCC/UFPB

Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão
Membro Interno – PPGCC/UFPB

p/ Márcia Reis Machado

Prof. Dr. Sulliani Rover
Membro Externo – UFSC

Wilma Galdino da Silva

Wilma Galdino da Silva
Secretária – PPGCC/ UFPB

Geisa Cassiana Paulino da Silva

Geisa Cassiana Paulino da Silva
Discente