

Divulgação do EBITDA pelas Companhias Listadas na B3 Conforme as Variáveis Indicativas de Melhoras ou de Pioras dos Resultados

Disclosure of EBITDA by Companies Listed in Brazil Stock Exchange (B3) According to Indicative Variables of Improvements or Worsening of Results

Divulgación del EBITDA por las Sociedades Cotizadas en la B3 según Variables Indicativas de Mejora o Empeoramiento de Resultados

Shaiane Pisa Kistner

Universidade Federal de Santa Catarina

Orion Augusto Platt Neto

Universidade Federal de Santa Catarina

Resumo

As divulgações voluntárias podem suprir necessidades informacionais dos usuários e auxiliar seus processos decisórios, preenchendo lacunas deixadas pelas divulgações obrigatórias. Neste contexto, o objetivo do presente artigo é identificar como se comportou a divulgação voluntária do EBITDA referente ao ano de 2018, por parte das companhias listadas na B3, em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de pioras dos resultados relativos deste indicador. O universo é composto por todas as 269 companhias listadas na B3 que estavam ativas e aptas à divulgação do EBITDA referentes aos anos de 2017 e de 2018. A amostra abrangeu as 259 companhias (96,3% do universo) que tinham dados disponíveis na Economatica® e haviam publicado seus relatórios anuais referentes a 2018. Foram empregadas técnicas estatísticas de associação e de correlação, numa abordagem quantitativa. Os resultados da pesquisa refutaram duas das quatro hipóteses formuladas, em referência ao ano estudado. Observou-se que as companhias com EBITDA positivos os divulgam mais do que aquelas com valores negativos, e que as companhias com melhores relações entre o EBITDA e o Total do Ativo divulgam mais o indicador do que aquelas com relações menores. Concluiu-se que as companhias com melhores variações dos EBITDA e melhores EBITDA/ROL não divulgaram mais o indicador do que as demais.

Palavras-chave: EBITDA; Comportamento da Divulgação do EBITDA; Divulgação Voluntária.

Abstract

Voluntary disclosures can supply users' informational needs and support their decision-making processes, filling gaps left by mandatory disclosures. In this context, the objective of this article is to identify how the voluntary disclosure of EBITDA for the year 2018 by companies listed on B3 behaved in relation to the variables indicating improvements or worsening of the relative results of this indicator. The universe is composed of all 269 companies listed on B3 that were active and able to disclose EBITDA for the years 2017 and 2018. The sample covered the 259 companies (96.3% of the universe) that had data available on Economatica® and had published their annual reports for 2018. Statistical techniques of association and correlation were employed, in a quantitative approach. The results of the research refuted two of the four hypotheses formulated, in reference to the year studied. It was observed that companies with positive

EBITDA disclose more than those with negative values, and that companies with better ratios between EBITDA and Total Assets disclose more than those with lower ratios. It is concluded that companies with better changes in EBITDA values and better EBITDA/ROL ratios did not disclose the indicator more than the others.

Keywords: EBITDA; Theory of Voluntary Disclosure; Public Companies.

Resumen

Las divulgaciones voluntarias pueden suplir necesidades informativas de los usuarios y auxiliar sus procesos decisivos, rellenando vacíos dejados por las divulgaciones obligatorias. En este contexto, el objeto del presente artículo es identificar como se comportó la divulgación voluntaria del EBITDA referente al año de 2018, por parte de las sociedades cotizadas en la B3, en relación con las variables indicativas de mejorías o de empeoramiento de los resultados relativos de este indicador. El universo es compuesto por todas las 269 compañías sociedades cotizadas en la B3 que estaban activas y aptas a la divulgación del EBITDA referente a los años de 2017 y 2018. La muestra abarcó 259 compañías (96,3% del universo) que tenían datos disponibles en la Economatica® y habían publicado sus informes anuales referentes a 2018. Fueron empleadas técnicas estadísticas de asociación y correlación, en un abordaje cuantitativo. Los resultados de la pesquisa refutaron dos de las cuatro hipótesis formuladas, en referencia al año estudiado. Se observó que las compañías con EBITDA positivos los divulgan más que aquellas con valores negativos, y que las sociedades con mejores relaciones entre el EBITDA y el Total del Activo divulgan más el indicador que aquellas con relaciones más pequeñas. Se concluyó que las sociedades con mejores variaciones de los valores de los EBITDA y relaciones mejores EBITDA/ROL (acrónimo en portugués de Ingreso Operacional Neto) no divulgaron más el indicador que los demás.

Palabras clave: EBITDA; Teoría de la Divulgación Voluntaria; Sociedad por Acciones.

1 Introdução

Uma das divulgações de caráter voluntário mais relevantes do mercado é a do EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que é um indicador de desempenho econômico que representa a capacidade de geração de caixa operacional de determinados tipos de empresas. O indicador, expresso em unidades monetárias, permite tanto a análise comparativa entre empresas, quanto a análise evolutiva (Andrade & Murcia, 2019).

A divulgação do EBITDA não é obrigatória por parte das companhias de capital aberto no Brasil. Apenas em 2012 foi estabelecida a Instrução CVM n. 527, padronizando sua evidenciação. Isto porquê, mesmo com seu caráter facultativo, o EBITDA é considerado um indicador relevante sobre o desempenho empresarial, fazendo parte das métricas não contábeis que o mercado reivindica, ultrapassando as fronteiras das normas de Contabilidade (Andrade & Murcia, 2019). Por este motivo, os gestores podem divulgar o indicador com a finalidade evidenciar o desempenho e suprir as necessidades informacionais dos usuários (Andrade & Murcia, 2019).

O tema de evidenciação voluntária foi abordado por Klann e Beuren (2011), que buscaram a relação entre tal evidenciação e a lucratividade das empresas, identificado como principal fator decisório quanto a divulgar ou omitir a informação de caráter facultativo. Especificamente relacionando o EBITDA com a divulgação voluntária, o estudo de Vieira e Girão (2014) encontrou evidências de que as empresas procuravam demonstrar uma imagem mais positiva ao mercado por meio desse indicador.

Assim, a partir dos estudos identificados na presente pesquisa, notou-se que a literatura vem abordando a divulgação voluntária relacionada ao objetivo empresarial de demonstrar melhor situação econômico-financeira. Deste modo, o presente artigo foi guiado pela seguinte questão-problema: *Como se comportou a divulgação voluntária do EBITDA em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de pioras dos resultados?*

Visando responder tal pergunta, este estudo tem por objetivo identificar como se comportou a divulgação voluntária do EBITDA referente ao ano de 2018, por parte das companhias listadas na B3, em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de pioras dos resultados relativos a este indicador. Nesta pesquisa, em síntese, o sentido de “melhor” e de “pior” refere-se às variações em relação ao ano anterior ou à situação comparativa entre as empresas.

A partir de dados sobre a divulgação voluntária dos EBITDA referentes a 2018 por parte das companhias, foi possível, na presente pesquisa, testar relações estatísticas de associação e de correlação entre tal divulgação e as variáveis especificadas na Tabela 1 da seção 3.2. Foi adotado o EBITDA Original, que é aquele regido pela Instrução CVM 527 (2012) e apurado inteiramente com dados extraídos das demonstrações contábeis de divulgação obrigatória das companhias, principalmente da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

O presente estudo atua sob a luz do ensaio teórico da evidenciação voluntária, proposto por Dye (2001), cuja premissa consiste em que uma entidade só irá divulgar uma informação de caráter facultativo se esta for favorável. Desta forma, o autor (2001) conclui que quando uma informação voluntária não é divulgada, isso significa que a mesma não é favorável à entidade e não reporta um bom resultado.

Por meio da aplicação do instrumento teórico de intervenção intitulado Processo de Desenvolvimento do Conhecimento-Constructivismo (*Knowledge Development Process-Constructivist - ProKnow-C*), elaborado por Ensslin et al. (2013), o portfólio de estudos diretamente ligados à presente pesquisa foi definido e avaliado. A partir dessa técnica, não foram localizados estudos anteriores relacionando ao ensaio da evidenciação voluntária e as características corporativas ligadas à divulgação do EBITDA, demonstrando uma lacuna teórica em que a elaboração do presente estudo é justificada.

Uma das contribuições que este estudo busca atingir está relacionada ao âmbito acadêmico, por oferecer subsídios para pesquisas futuras sobre o indicador para viabilizar comparações históricas com análises de outros períodos. Adicionalmente, ao mercado de capitais, em função da abordagem sobre a divulgação do EBITDA pelas companhias de capital aberto brasileiras e o desempenho empresarial, que pode explicar uma tendência quanto à essa divulgação voluntária. Por fim, existem contribuições em aspectos práticos, por servir como um alerta aos usuários da informação, visto que possíveis omissões propositais da entidade quando o indicador não reporta um resultado favorável.

2 Referencial Teórico

2.1 Divulgações voluntárias

Existem três categorias de divulgações societárias: a involuntária (*involuntary disclosure*), que acontece sem consentimento da entidade; as obrigatórias (*mandatory disclosure*), aquelas exigidas normativamente; e a voluntária (*voluntary disclosures*), aquelas feitas de forma discricionária por parte dos administradores (DTTI, 1993 como citado por Skillius & Wennberg, 1998). Portanto, as companhias de capital aberto estão sujeitas e comprometidas à uma série de

divulgações de dados e informação aos *stakeholders*. Algumas dessas divulgações apresentam caráter obrigatório, tais como as dispostas na Lei n. 6.404/1976 e em normativos da CVM.

Entretanto, outras informações possuem caráter voluntário, que são aquelas evidenciadas de forma discricionária (Skillius & Wennberg, 1998). Essa evidenciação surge da necessidade de as entidades divulgarem seu desempenho de forma diferenciada ao mercado, com informações que possam orientar seus usuários, de maneira a criar valor (Sousa et al., 2014).

No que se refere à divulgação facultativa, a companhia prefere realizar a evidenciação com maior riqueza de detalhes e em maior quantidade do que o demandado legalmente (Rufino & Machado, 2015). Caso a companhia tenha um resultado desfavorável numa informação de caráter facultativo, os gestores podem: evidenciar estes resultados, com o objetivo de deixar os investidores bem-informados; ou optar por não os divulgar, com o objetivo de ocultar a informação desfavorável (Rody et al., 2020).

Nesta linha, Dye (2001), por meio do ensaio teórico da evidenciação voluntária, apresenta a premissa central de que a divulgação facultativa só será realizada se o resultado for favorável à entidade. O autor (2001) ainda afirma que, quando a divulgação de informações voluntárias não acontece, ou ocorre em menor completude, é possível inferir que o desempenho desta companhia não é muito bom. Nesse sentido, Verrecchia (2001), em sua pesquisa sobre divulgação discricionária, observou que se a evidenciação proporcionar resultados negativos para a entidade, será retida. Ao mesmo tempo, as entidades otimizam sua divulgação quando seus rivais fazem o mesmo (Dye, 2001).

2.2 Divulgações voluntárias do EBITDA

O EBITDA representa uma informação de caráter facultativo e é descrito como a maneira de auxiliar a avaliação da empresa como um todo, e de medir o desempenho empresarial relacionado ao fluxo de caixa, demonstrando o potencial de geração de caixa operacional da companhia (Ferreira & Menezes, 2016). Para os analistas de empresas, o EBITDA se tornou um “Deus” ao idealizar a capacidade de geração de caixa operacional partindo do lucro, com a tendência de evidenciar além do caixa realizado de fato (Martins et al., 2018).

Desta forma, o EBITDA ficou conhecido pela facilidade de cálculo e evidenciação, obtendo a fama de “número mágico”, apesar de seu resultado não possuir precisão (Matarazzo, 2010, p. 256). Segundo Gradilone (2011), é perceptível a utilização do EBITDA para comparar a capacidade de geração de caixa operacional entre as empresas, especialmente entre suas concorrentes. Esta comparação se faz possível porque o indicador possui parâmetros adequadas referentes ao desempenho empresarial (Frezatti & Aguiar, 2007). Destaca-se as seguintes vantagens de se utilizar o EBITDA: a agilidade e singeleza do cálculo; ser uma *proxy* da capacidade de geração de fluxo operacional; e a desconsideração do acesso à crédito na apuração, permitindo analisar *holdings* (Cornejo-Saavedra & Diaz, 2006).

Apesar disto, no Brasil, apenas no ano de 2012 ocorreu a publicação da Instrução CVM n. 527, que estipulasse método de cálculo e condições para a divulgação voluntária do EBITDA, rotulado como um indicador não contábil. Seguindo a fórmula derivada da referida norma, obtém-se o aqui chamado “EBITDA Original”. As companhias também podem realizar a divulgação do “EBITDA Ajustado”, que se refere ao indicador “ajustado por outros itens que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa”, desde que acompanhado do EBITDA Original (Instrução CVM n. 527, 2012, art. 4º).

2.3 Pesquisas envolvendo o EBITDA

Para seleção do portfólio de pesquisas anteriores analisado, foi aplicado o *ProKnow-C* utilizando as seguintes palavras-chave, em diversas combinações: EBITDA; EBITDA Original; EBITDA Ajustado; evidenciação voluntária; e ensaio teórico da evidenciação voluntária. As buscas resultaram, após a aplicação de filtros e exclusão de duplicadas, em 26 estudos e foram realizadas nas plataformas *Scopus*, *SciELO*, *Spell* e *Web of Science*.

Com base nessa técnica utilizada para levantamento de estudos, identificou-se que no Brasil, particularmente após 2012, por conta da entrada em vigor da Instrução CVM n. 527, o EBITDA passou a ser objeto de mais estudos que analisam sua forma de apuração e a compatibilidade dos dados divulgadas pelas companhias.

Dentre esses, destacam-se Colombo et al. (2014), que analisaram as diferenças entre os EBITDA apurados em sua pesquisa e os divulgados pelas companhias de capital aberto, entre 2007 e 2011. Nota-se que foram analisados os anos que procederam a vigência da Instrução da CVM, que regula a evidenciação e o cálculo do indicador. Os autores (2014) encontraram uma taxa de 44,2% de divulgação do indicador considerado compatível com o apurado na pesquisa.

Por sua vez, Maragno et al. (2014), ao verificarem se os EBITDA divulgados referentes aos anos de 2010 a 2012 estavam compatíveis com o método da Instrução CVM n. 527, identificaram que as companhias com valores incompatíveis se inclinam mais a divulgar valores superavaliados. O impacto da vigência da Instrução CVM n. 527 e a relevância da norma para o mercado financeiro foi estudado por Vieira e Girão (2014), concluindo que tal Instrução resultou na diminuição dos valores evidenciados sobre o EBITDA.

Da mesma maneira, Mey e Lamprecht (2020) analisaram a utilidade da evidenciação dos EBITDA por entidades de capital aberto na Bolsa de Valores de Joanesburgo, entre 2014 e 2016. Os autores (2020) concluíram que a definição abrangente e a falta de requisitos explícitos nas normas contábeis são responsáveis pelas inconsistências no cálculo do indicador. O estudo detectou a existência de entidades que calculavam o indicador de maneira ajustada sem identificação.

A respeito da divulgação do indicador, Kistner e Platt Neto (2020b) buscaram identificar quantas entidades listadas na B3 divulgaram os EBITDA referentes a 2018, em quais relatórios constavam e os tipos divulgados – entre Original ou Ajustado. Os autores (2020b) concluíram que 88,0% da amostra divulgou algum EBITDA, sendo que 90,5% destes continham o EBITDA Original com conciliação (em conformidade com a norma da CVM), e que 1,8% divulgaram apenas o EBITDA Ajustado, sem divulgar em paralelo o Original (em desconformidade).

Em outro estudo, Kistner e Platt Neto (2020a) buscaram identificar as relações entre a evidenciação do EBITDA e características corporativas, referente a 2018, nas companhias listadas na B3. Os autores (2020a) concluíram que a evidenciação do indicador pelas companhias não possui relação com os setores de atuação e o tempo em que as mesmas estão listadas, e que possui associação moderada com o nível de governança mais sofisticado e o tamanho da companhia.

Por meio dos estudos anteriores, constatou-se que o EBITDA é um indicador de desempenho importante e muito utilizado no mercado de capitais, sendo base para projeções e comparações entre empresas e ao longo do tempo. Entretanto, mesmo com o aumento de pesquisas em relação ao indicador no Brasil e no mundo, não foram localizados estudos que observassem as características corporativas que influenciam a evidenciação ou não do EBITDA, constatando-se, então, uma lacuna teórica.

Na próxima seção, são abordados demais pesquisas relacionadas ao EBITDA e que

fundamentaram às hipóteses.

2.4 Fundamentos das hipóteses

A Hipótese Base consiste em, diante do ensaio teórico de base, supor que há maior predisposição das companhias em divulgarem voluntariamente seus EBITDA se estes estiverem em situação melhor, e de os omitirem caso evidenciem situação pior. Nesta pesquisa, o sentido de “melhor” e de “pior” pode se referir tanto às variações em relação ao ano anterior, quanto à situação comparativa entre empresas.

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

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

Diante deste contexto e fundamentos da Hipótese Base, foram construídas hipóteses específicas no âmbito dos resultados que o EBITDA pode evidenciar, conforme as variáveis que servem como indicadores do que se considera “melhor” ou “pior”, comparativamente entre empresas, em sentido amplo. Nas hipóteses a seguir são empregadas variáveis, na forma de indicadores, cujas análises contemplam os significados intrínsecos e evolutivos, sempre considerados em relação às demais companhias da amostra.

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

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

Além dos aspectos perceptivos mencionados, por parte dos gestores e dos usuários da informação (viés cognitivo), há certo fundamento técnico para análise do EBITDA que envolve o seu sinal. Segundo Silva (2010, p. 195), “não há dúvida de que, se o EBITDA for negativo, é péssimo, porém, se for positivo, não é suficiente para tomarmos qualquer decisão em relação à empresa, seja para compra de suas ações ou para fornecimento de empréstimos”. Assim, o autor (2010) atribui um significado intrínseco ao EBITDA quanto em estado negativo, embora não seja o único critério requerido para a sua análise. Deste modo, sem avaliar valores monetários diretamente, pressupõe-se que o simples sinal (+/-) do indicador pode ter efeito imediato na percepção dos usuários, da mesma forma que algum lucro (resultado positivo) é visto como melhor do que qualquer prejuízo (resultado negativo).

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

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

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

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

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

Desta forma, Aranha et al. (2014) afirmam que a variação entre um ano e outro da Margem EBITDA (EBITDA/ROL) reflete aos investidores se a companhia foi mais eficiente ou aumentou sua produtividade. Por outro lado, Aillón et al. (2013), ao pesquisarem sobre a evidenciação de informações gerenciais em notas explicativas das empresas presentes no IBRX-50 em 2010, buscaram identificar se houve maior evidenciação de informações por segmento entre

as empresas com maiores índices de Margem EBITDA. Porém, após as análises, concluíram que não há influência do índice nessas informações. A Margem EBITDA também foi utilizada por Ritta et al. (2017) para identificar a relação causal do EBITDA no retorno das ações das companhias listadas na atual B3 de 2008 até 2014. Já Lopes et al. (2016) utilizaram o índice EBIT/ROL para estudar o comportamento do valor de mercado das companhias listadas na B3 de 2008 a 2012.

Assim, constata-se a aplicabilidade do indicador EBITDA/ROL e similares para analisar o desempenho empresarial. Adicionalmente, a variação da relação EBITDA/ROL é aplicável para avaliação do significado evolutivo de uma medida de desempenho reconhecida.

3 Procedimentos metodológicos

A presente pesquisa é classificada com abordagem quantitativa e procedimentos documentais. Pesquisa com procedimentos documentais é aquela baseada em informações que podem ser modificadas conforme os objetivos do estudo, ou em dados que ainda não obtiveram tratamento analítico (Raupp & Beuren, 2014). Portanto, o presente estudo é considerado documental por se basear em demonstrativos contábeis e relatórios corporativos das entidades estudadas, com o objetivo de identificar as características em influenciam a divulgação do EBITDA.

Quanto à abordagem quantitativa, é aquela que “...caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como percentual, média, desvio padrão, às mais complexas...” (Richardson, 2012, p. 70). O presente estudo é considerado quantitativo por envolver informações que exigiram tratamento de dados por meio de estatística para as análises e o alcance dos resultados.

Assim, foram empregadas técnicas estatísticas na etapa da análise dos dados, com vistas a testar as hipóteses, com base nas variáveis selecionadas. A seguir, são descritas as principais técnicas empregadas, a população, a amostra e as variáveis da pesquisa, bem como as hipóteses formuladas e os procedimentos metodológicos seguidos.

3.1 Principais técnicas empregadas

Foram realizadas análises estatísticas bivariadas, amparadas por: tabelas de distribuições conjuntas de frequências, inclusive por quartis, com o objetivo de resumir um conjunto de dados provenientes de duas ou mais variáveis e analisar possíveis relações; tabelas para apurações de diferenças em relação à média geral da amostra; associações com o Coeficiente V de Cramer (V), como uma alternativa ao coeficiente Φ para verificar a relação entre as variáveis, por meio de uma medida entre 0 e 1, quanto mais próximo de 1, maior é a relação entre as variáveis; e correlações com o Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R), para verificar o grau de correlação entre as variáveis analisadas, por meio de uma medida entre -1 e 1, quanto mais próximo de 1, maior a correlação entre as variáveis (Fávero & Belfiore, 2020). Com base nos resultados das técnicas de associação, foram checadadas as probabilidades de significância, diante de determinado nível de significância (α), visando verificar a rejeição ou não da independência entre as variáveis.

Foram detectados os *outliers* nas séries de dados pelo critério da amplitude interquartil (AIQ), considerados discrepantes valores menores que $Q1-1,5.AIQ$ e maiores que $Q3+1,5.AIQ$ (Fávero & Belfiore, 2020). Foi aplicada a técnica da winsorização, com vistas a preservar a

amostra e evitar distorções estatísticas de *outliers*.

Três das variáveis quantitativas demandaram tratamento: Var. EBITDA (%), EBITDA/TA (%) e Var. EBITDA/ROL (%) – apresentadas na Tabela 1 – tendo seus dados extremos substituídos pelos valores de percentis superiores e inferiores arbitrados, seguindo a abordagem de Becker (2015), com winsorização ao nível de 7,5% para a primeira e de 10% para as demais.

Todos os dados coletados e apurados para compor as variáveis foram tabulados em planilha eletrônica do *Microsoft Excel®*, o que viabilizou: a composição das tabelas apresentadas; a identificação dos quartis; e os cálculos de correlações. As estatísticas de associação foram calculadas no *software* estatístico *Stata®*.

3.2 População, amostra e variáveis

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

A Tabela 1 apresenta as principais variáveis utilizadas nas hipóteses do presente artigo, bem como a mensuração e categorias dos dados, as principais fontes de dados.

Tabela 1. Definição constitutiva e operacional das variáveis da pesquisa

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

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

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

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

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

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

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

EBITDA/ROL (%) = [“EBITDA/ROL (%)” do ano de referência / “EBITDA/ROL (%)” do ano anterior] - 1.

Conforme os critérios de Fávero e Belfiore (2020), as variáveis da Tabela 1 podem ser assim classificadas: DEOC (S/N) e EBITDA (+/-) são qualitativas, nominais e dicotômicas; enquanto as demais são quantitativas, razão e contínuas. Destaca-se que as duas variáveis qualitativas binárias foram também analisadas como quantitativas para efeitos de correlações, enquanto as quantitativas EBITDA/TA (%), Var. EBITDA (%) e Var. EBITDA/ROL (%) são tratadas como qualitativas quando dispostas em quartis, nas análises de associação.

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

3.3 Formulação das hipóteses

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

Tabela 2. Hipóteses formuladas e testes estatísticos propostos	
Temas das hipóteses	Hipóteses testadas
Hipótese 1: Quanto ao sinal do EBITDA Original.	<p>H₁: As companhias com EBITDA Originais positivos o divulgarão mais do que aquelas com EBITDA Originais negativos.</p> <p>Testes: R e V entre DEOC (S/N) x EBITDA (+/-).</p>
Hipótese 2: Quanto às variações dos valores dos EBITDA Originais entre os anos.	<p>H₁: As companhias com melhores variações dos valores dos EBITDA Originais divulgarão mais os seus EBITDA.</p> <p>Testes: R entre DEOC (S/N) x Var. EBITDA (%); e V entre DEOC (S/N) e Quartis de Var. EBITDA (%).</p>
Hipótese 3: Quanto ao tamanho das relações EBITDA/TA.	<p>H₁: As companhias com melhores relações EBITDA/TA divulgarão mais os seus EBITDA do que as companhias com índices menores.</p> <p>Testes: R entre DEOC (S/N) x EBITDA/TA (%); e V entre DEOC (S/N) x Quartis de EBITDA/TA (%).</p>
Hipótese 4: Quanto às variações da relação EBITDA/ROL.	<p>H₁: As companhias com melhores variações das relações EBITDA/ROL divulgarão mais os seus EBITDA Originais do que as companhias com variações menores.</p> <p>Testes: R entre DEOC (S/N) x Var. EBITDA/ROL (%); V entre DEOC (S/N) x Quartis de Var. EBITDA/ROL (%).</p>

Fonte: Elaborada pelos autores. Obs.: As variáveis e suas respectivas siglas estão dispostas na seção anterior.

Nas seções 4.1 a 4.5, tais hipóteses são avaliadas visando comprovação ou refutação por meio de testes estatísticos entre as variáveis apresentadas na seção anterior.

3.4 Procedimentos

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

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

dados de EBITDA Originais disponíveis

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

3ª Etapa: Apurar as variáveis que servirão como medidas comparativas do EBITDA Original entre as cias, referentes a todas as componentes da amostra, a partir dos dados de EBITDA Original, ROL e TA coletadas na 1ª Etapa.

4ª Etapa: Tabular as variáveis da 2ª e 3ª Etapa para análises estatísticas de correlação e associação. Elaborar tabelas de contingência e calcular o V entre DEOC (S/N) e as demais variáveis. Calcular o R entre as variáveis elencadas na Tabela 1; e apurar os coeficientes de determinação (R^2) em relação à DEOC (S/N). Checar os P -values das associações encontradas para um nível de confiança de 95%, para identificar se é possível rejeitar as respectivas hipóteses nulas.

4 Resultados da pesquisa

O capítulo 4 é segregado em duas partes. A primeira abrange as seções 4.1 a 4.5, para descrição dos dados e resultados das aplicações dos instrumentos que testam as associações e correlações entre as variáveis. A segunda abrange a seção 4.6, para a discussão dos resultados descritos nas seções anteriores, diante de cada hipótese formulada e da literatura. Nos resultados e análises de resultados, os dados são tratados exclusivamente sobre o EBITDA Original.

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

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

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

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

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

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

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

O V entre DEOC (S/N) e EBITDA (+/-) foi de 0,4900, o que indica associação

relativamente forte entre haver divulgação do EBITDA e o sinal do mesmo.

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

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

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

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

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

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

A média geral de divulgação do EBITDA (DEOC = “Sim”) na amostra foi de 82,6%. Assim, constata-se que as companhias com melhor desempenho (maior crescimento do EBITDA entre 2017 e 2018) divulgaram 5,0 p.p. acima da média geral, enquanto aquelas com pior desempenho (redução do EBITDA, na maior parte), divulgaram 4,9 p.p. abaixo dessa média. Em síntese, as companhias com melhores variações do EBITDA (3º e 4º quartis) divulgaram 9,9 p.p. a mais do que aquelas com as piores variações (1º e 2º quartis).

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

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

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

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

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

Totais	214	82,6%	45	17,4%	259	100,0%
---------------	------------	--------------	-----------	--------------	------------	---------------

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

variação da relação EBITDA/ROL entre 2017 e 2018.

4.5 Correlações entre as variáveis

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

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

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

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

^a Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R).

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

4.6 Discussão dos resultados

A Hipótese 1, cuja H_1 propõem que as companhias que divulgaram o EBITDA positivo os divulgariam mais do que aquelas que divulgaram o EBITDA negativo, foi verificada por meio de testes de relações entre as variáveis DEOC (S/N) e EBITDA (+/-). O V obtido de 0,4900 indicou associação relativamente forte; e o R de 0,4979 apontou correlação positiva moderada entre as variáveis, com um R² de 24,8%. Diante dessas relações, e de um *P-value* inferior a 0,0000, permite-se aceitar H_1 com alto nível de confiança. Portanto, os estudos de Rufatto e Wernke (2019) e de Vargas et al. (2014), que sustentaram a Hipótese 1, são corroborados. Isso revela uma tendência pela divulgação de informações favoráveis às companhias – estas consideradas a partir de um EBITDA positivo.

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

A Hipótese 3, cuja H_1 afirma que as companhias com melhores relações entre o EBITDA e o Total do Ativo (TA) divulgariam mais o EBITDA do que as companhias com índices

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

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

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

Referente às variáveis EBITDA/TA (%), Var. EBITDA (%) e Var. EBITDA/ROL (%), cumpre destacar que os dados das demais companhias não são previamente conhecidos por cada companhia quando decide divulgar o seu EBITDA em referência ao mesmo período. Por este motivo, ficaria reduzida a possibilidade de os gestores terem conhecimento, no momento da decisão de publicação ou não, se seu desempenho evidenciado pelo EBITDA está melhor ou pior do que o de seus concorrentes ou do mercado como um todo. Assim, tais variáveis apresentam uma limitação inerente, devido à assimetria informacional momentânea entre as companhias. Esta limitação não se aplica à variável EBITDA (+/-), visto que esta busca o significado intrínseco do EBITDA e vieses cognitivos (efeitos psicológicos) causados pelo sinal do indicador sobre seus usuários. A última limitação a destacar se refere à variável *dummy* DEOC (S/N), que a foi a única empregada para classificar a divulgação do EBITDA pelas companhias.

Assim, com base nos estudos anteriores abrangidos nas seções 2.2 e 2.3, é possível verificar que a presente pesquisa trouxe inovações no cenário da investigação sobre o indicador EBITDA. À luz do ensaio teórico da evidenciação voluntária (Dye, 2001; Verrecchia, 2001), abordada na seção 2.1, constatou-se que esse indicador de caráter voluntário não apresentou total aderência às premissas da Teoria, pelo menos no que se refere a algumas das variáveis testadas e do ano em questão.

5 Conclusões

Conforme os resultados resumidos apresentados na seção 4.6, considera-se atingido o objetivo do presente artigo. Os resultados da pesquisa permitiram concluir que há maior propensão das companhias em divulgarem seus EBITDA caso os resultados desses indicadores evidenciem uma situação melhor, no que se refere a algumas das variáveis testadas.

Respondendo à questão-problema da pesquisa (*Como se comportou a divulgação*

voluntária do EBITDA em relação às variáveis indicativas de melhoras ou de piores resultados?), constatou-se que as companhias da amostra com EBITDA positivos e com melhores relações EBITDA/TA divulgaram mais o indicador em referência ao ano de 2018. Por outro lado, constatou-se que a variação do EBITDA entre os anos e a relação entre EBITDA e ROL não apresentaram relação com a divulgação do indicador.

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

Por conta de a pesquisa tratar de dados referentes apenas a um ano, este horizonte temporal representa uma limitação importante, visto que não é possível ampliar as conclusões para outros períodos. Desta forma, os dados das companhias devem (pelo menos por enquanto) ser considerados como reflexo de um momento no tempo. Inerente ao aspecto temporal, as técnicas estatísticas empregadas não se propõem à determinação de comportamentos futuros ou previsões, apenas de descrever o fenômeno passado e as características das companhias que o podem influenciar. Outra limitação a se destacar é referente às variáveis Var. EBITDA (%) e Var. EBITDA/ROL (%), visto que foram avaliadas variações apenas entre dois anos (em relação ao anterior), representando um horizonte também restrito.

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

Referências

- Aillón, H. S., Silva, J. O., Pinzan, A. F., & Wuerges, A. F. E. (2013). Análise das informações por segmento: Divulgação de informações gerenciais pelas empresas brasileiras. *Revista Contemporânea em Contabilidade*, 10(19), 33-48. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n19p33>
- Andrade, G. V., & Murcia, F. D. (2019). Uma análise crítica sobre os ajustes adicionais considerados nas divulgações da medida não GAAP “EBITDA ajustado” em relatórios de companhias listadas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 13(4), 469-486. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v13i4.2412>
- Aranha, J. A. M., Oliveira, L. G. de, Dias, A. M., & Aranha, C. P. M. (2014, outubro). Governança Corporativa: Análise comparativa da Margem EBITDA de empresas do agronegócio. *Anais do 2º Seminário Internacional de Integração e Desenvolvimento Regional*. UFMS. <https://anaisonline.uems.br/index.php/eacaeco/article/view/2809>
- Becker, J. L. (2015). *Estatística básica: Transformando dados em informação*. Bookman.

Brennan, N., Guillamón-Saorín, E., & Pierce, A. (2009). Methodological insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 789-832. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09513570910966379/full/html>

Colombo, V. L. B., Hoffmann, R., Platt, O. A., Neto, & Bolfe, C. (2014, setembro). Diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas SA e o apurado metodologicamente: Estudo de 257 SA brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Anais do 5º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças*. UFSC. <http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/5CCCF/20140415141440.pdf>

Cornejo-Saavedra, E., & Diaz, D. (2006). Medidas de ganancia: EBITDA, EBIT, utilidad neta y flujo de efectivo. *Revista Economía y Administración*, 1(1) 36-40. <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/127394/153%20Cornejo-Diaz.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Dye, R. A. (2001). An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181-235.

Ensslin, S. R., Coutinho, I. G., Reina, D., Rover, S., & Rita, C. O. (2009). Grau de intangibilidade e retorno sobre investimentos: Um estudo entre as 60 maiores empresas do Índice Bovespa. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*, 8(14). <https://doi.org/10.5935/rcsp.v8i14.1740>

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2020). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Gen.

Ferreira, A. C., & Menezes, J. P. C. B. (2016). A Reestruturação financeira baseada no modelo dinâmico x modelo tradicional. *Revista de Auditoria Governança e Contabilidade*, 4(12), 111-127. <http://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/ragc/article/view/697/536>

Frezatti, F., & Aguiar, A. B. de. (2007). EBITDA: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 7-24. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20073>

Gradilone, C. (2011). Para que serve o EBITDA. *Revista Exame*. <https://exame.com/revista-exame/para-que-serve-o-ebitda-m0052337/>

Instrução CVM n. 527, de 4 de outubro de 2012. (2012, 5 outubro). Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Comissão de Valores Mobiliários. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst527.html>

Janiszewski, V., Carrascoso, L. A., Felix, L. A., Júnior, Lagioia, U. C. T., & Oliveira, M. F. J. (2017). Relação da Teoria da Sinalização com o desempenho das empresas a partir dos seus indicadores de performance de divulgação voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2), 93-108. <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v9i2.52264>

Kistner, S. P., & Platt, O. A. Neto. (2020a). Características corporativas sobre a divulgação voluntária do EBITDA pelas companhias listadas na B3 em 2018. *Revista Conhecimento*

Contábil, 10(2), 89-110. <https://doi.org/10.31864/rcc.v10i2.2686>

Kistner, S. P., & Platt, O. A., Neto. (2020b, setembro). Divulgação do EBITDA pelas companhias listadas na B3: Identificação dos tipos e das localizações dos indicadores referentes a 2018. *Anais do 10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças*. UFSC. <http://dvl.ccn.ufsc.br/10congresso/anais/10CCF/index.htm>

Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2011). Características de empresas que influenciam o seu *disclosure* voluntário de indicadores de desempenho. *BBR: Brazilian Business Review*, 8(2), 96-118. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/8025/caracteristicas-de-empresas-que-influenciam-o-s--->

Lopes, P. F., Costa, D. F., Carvalho, F. de M., & Castro, L. G. de, Júnior. (2016). Desempenho econômico e financeiro das empresas brasileiras de capital aberto: Um estudo das crises de 2008 e 2012. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 105-121. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016106>

Maragno, L. M. D., Borba, J. A., & Fey, V. A. (2014). Como as empresas mais negociadas no BM&FBOVESPA divulgam o EBITDA? *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(1), 58-79. <https://doi.org/10.12979/8194>

Martins, E., Diniz, J. A., & Miranda, G. J. (2018). *Análise avançada das demonstrações contábeis: Uma abordagem crítica*. Atlas.

Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: Abordagem gerencial* (7a ed.). Atlas.

Mey, M. T., & Lamprecht, C. (2020). The many faces of earnings before interest, tax, depreciation and amortisation (EBITDA): Assessing the decision usefulness of EBITDA disclosure by Johannesburg Stock Exchange-listed companies. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 13(1), 1-13. <https://doi.org/10.4102/jef.v13i1.488>

Pinsker, R., Pitre, T. J., & Daigle, R. J. (2009). An investigation of nonprofessional investors' qualitative materiality judgments incorporating SEC listed vs. non-listed events. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(5), 446-465. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.07.005>

Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2014). Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In I. M. Beuren (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e prática* (pp. 76-97). (3. ed.). Atlas.

Richardson, R. J. (2012). *Pesquisa social: Métodos e técnicas*. (3. ed.). Atlas.

Ritta, C. O., Jacomossi, F. A., Fabris, T. R., & Klann, R. C. (2017). Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008 - 2014). *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2). <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v36i2.34126>

Rody, P. H. A., Sousa, A. F. de, Souza, T. R. de, & Reina, D. R. M. (2020). Profitability and voluntary disclosure of Brazilian equity companies. *Contextus: Contemporary Journal of Economics and Management*, 18(19), 264-274. <http://dx.doi.org/10.19094/contextus.2020.44593>

Rufatto, I., & Wernke, R. (2019). Comparação entre os indicadores EVA e EBITDA em cooperativa agropecuária. *RGC: Revista de Gestão e Organizações Cooperativas*, 6(11). <https://periodicos.ufsm.br/rgc/article/view/29663/html>

Rufino, M. A., & Machado, M. R. (2015). Fatores determinantes da divulgação de informações voluntária social: Evidências empíricas no Brasil. *REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(4). <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v9i4.1300>

Silva, J. P. da. (2010). *Análise financeira das empresas*. (10a ed). Atlas.

Skillius, A., & Wennberg, U. (1998). *Continuity, credibility and comparability: Key challenges for corporate environmental performance measurement and communication*. The international Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University. Lund, Suécia. <https://www.eea.europa.eu/publications/ESS09>

Smith, N. K., Larsen, J. T., Chartrand, T. L., Cacioppo, J. T., Katafiasz, H. A., & Moran, K. E. (2006). Being bad isn't always good: Affective context moderates the attention bias toward negative information. *Journal of Personality and Social Psychology*, 90(2), 210-220. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.90.2.210>

Sousa, C. B. de, Silva, A. F. de, Ribeiro, M. de S., & Weffort, E. F. J. (2014). Valor de mercado e *disclosure* voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil*, 6(2), 94-115. <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/4886>

Vargas, L. H. F., Almeida, J. E. F. de, & Maria, E., Júnior. (2014). Lucro e prejuízo sob a perspectiva da administração: Como os resultados são apresentados nos relatórios de administração? *REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 8(4), 351-368. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v8i4.1119>

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.

Vieira, C. A. M., & Girão, L. F. P. (2014). Relevância da Instrução CVM 527 para o mercado de capitais: Um estudo sobre a padronização do EBITDA pela CVM. *ReCont: Registro Contábil*, 5(2), 87-99. http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/1078/pdf_26

Wang, K., Sewon, O., & Claiborne, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), 14-30. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2008.01.001>

Zdanowicz, R. (2015). *Evolução do EBITDA das empresas listadas na BM&F Bovespa no segmento de calçados no período de 2012 a 2014* [Trabalho de Conclusão de Curso]. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Brasil. <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/147411/000999528.pdf?sequence=1&isAllowed=y>