

**FUCAPE PESQUISAS, ENSINO E PARTICIPAÇÕES LTDA – FUCAPE
RJ**

FERNANDO ALBERTO SCHWARTZ DE MAGALHÃES

**A UTILIZAÇÃO DE MÉTRICAS NÃO CONTÁBEIS E SUA ÊNFASE NA
DIVULGAÇÃO DOS RESULTADOS POR EMPRESAS BRASILEIRAS**

**RIO DE JANEIRO
2018**

FERNANDO ALBERTO SCHWARTZ DE MAGALHÃES

**A UTILIZAÇÃO DE MÉTRICAS NÃO CONTÁBEIS E SUA ÊNFASE NA
DIVULGAÇÃO DOS RESULTADOS POR EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Pesquisa, Ensino e Participações Limitada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis - Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes
da Costa

**RIO DE JANEIRO
2018**

FERNANDO ALBERTO SCHWARTZ DE MAGALHÃES

**A UTILIZAÇÃO DE MÉTRICAS NÃO CONTÁBEIS E SUA ÊNFASE NA
DIVULGAÇÃO DOS RESULTADOS POR EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação (Tese) apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa, Ensino e Participações LTDA - FUCAPE RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 24 de outubro de 2018.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.: FÁBIO MORAES DA COSTA

Fucape Pesquisas, Ensino e Participações LTDA – Fucape RJ

Profa. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

Fucape Pesquisas, Ensino e Participações LTDA – Fucape RJ

Profa. Dra.: SILVANIA NERIS NOSSA

Fucape Pesquisas, Ensino e Participações LTDA – Fucape RJ

RESUMO

A divulgação de métricas não contábeis (“Non-GAAP Measures” ou “NGM”, em inglês) tem sido amplamente utilizada pelas empresas ao redor do mundo. Um dos argumentos para sua utilização consiste em possibilitar uma visão diferenciada sobre a performance das empresas, por meio da divulgação de dados e informações adicionais em relação aos números apresentados conforme os princípios contábeis geralmente aceitos (“PCGAs”). Por outro lado, existe a preocupação dos reguladores e investidores sobre as motivações dos gestores na divulgação de informações adicionais, contemplando falta de transparência, comparabilidade e consistência nas divulgações. Nesse contexto, este estudo tem por finalidade avaliar os determinantes da ênfase dada na divulgação de NGM por parte das empresas brasileiras listadas na B3, em comparação àquela dada ao resultado apurado conforme os PCGAs. Este estudo utilizou como referência a divulgação do Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (“EBTIDA”) que é a forma mais comum de métrica não contábil utilizada pelas empresas brasileiras. Os resultados evidenciaram que as empresas tendem a dar maior ênfase na divulgação das métricas não contábeis quando apresentam prejuízo contábil ou quando há maior volatilidade nos resultados anuais, medida por meio do desvio-padrão do Retorno sobre os Ativos (“ROA”), buscando apresentar os resultados que demonstram uma performance mais favorável do negócio. Dessa forma, este estudo contribui para que o regulador possa avaliar as normas existentes em relação a divulgação do NGM e a ênfase dada em relação aos resultados divulgados.

Palavras-chave: Evidenciação; Métricas não contábeis; EBITDA.

ABSTRACT

Non-GAAP Measures ("NGM") has been widely used by companies around the world. One of the arguments for its use is to provide a comprehensive view on the performance of companies, through the disclosure of additional information in relation to the results presented in accordance with generally accepted accounting principles ("GAAP"). On the other hand, there is concern among regulators and investors about managers' motivations in disclosing this additional information, including the possibility of the lack of transparency, comparability and consistency. In this context, the purpose of this research is to evaluate the determinants of emphasis on the disclosure of NGM by the Brazilian companies listed in B3, in comparison to that given to the result prepared under the GAAP. This research used as a reference the disclosure of EBITDA, which is the most common Non-GAAP Measures, used by Brazilian companies. The results showed that companies tend to place greater emphasis on the disclosure of Non-GAAP metrics when they present accounting losses or when there is greater volatility in the annual results, as measured by the Return on Assets ("ROA"), presenting the results that demonstrate a more favorable performance of the business. Thus, this research contributes to the regulator being able to evaluate the existing norms in relation to the disclosure of the NGM and the emphasis given in relation to the disclosed results.

Keywords: Disclosures; Non-GAAP measures; EBITDA.

LISTA DE SIGLAS

B3	B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão
C&DIs	Compliance and Disclosure Interpretations
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ESMA	European Securities Markets Authority
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IASB	International Accounting Standards Board
IOSCO	International Organization of Securities Commission
LAJIR	Lucro antes dos Juros e Impostos
LAJIDA	Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
MPM	Management Performance Measures
NGM	Non-GAAP Measures
PCGA	Princípios Contábeis Geralmente Aceitos
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	Return on Assets
SEC	Securities and Exchange Commission
S&P 500	Standard & Poor's 500
SOX	Lei Sarbanes-Oxley

SUMÁRIO

Capítulo 1	7
1 INTRODUÇÃO	7
Capítulo 2	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 EFEITOS RELACIONADOS À REGULAÇÃO DA SEC	15
2.2 MOTIVAÇÕES PARA DIVULGAÇÕES DO NGM	17
2.3 REAÇÕES DO MERCADO	19
Capítulo 3	22
3 METODOLOGIA	22
Capítulo 4	29
4 RESULTADOS	29
REFERÊNCIAS	39

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Este estudo tem por finalidade avaliar os determinantes que explicam a ênfase dada na divulgação de métricas não contábeis (“Non-GAAP Measures” ou “NGM”, em inglês) por parte das empresas de capital aberto brasileiras em relação aos resultados apurados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos (“PCGA” ou “GAAP”¹, em inglês).

As empresas de capital aberto apresentam informações em bases trimestrais e anuais que incluem divulgações detalhadas para explicar o seu desempenho para o mercado de capitais e investidores (BEYER et al., 2010). A performance de uma empresa tradicionalmente é medida utilizando-se o lucro líquido e o lucro por ação calculados com base nos princípios de contabilidade geralmente aceitos (BRADSHAW; SLOAN, 2002). Em adição à divulgação de informações financeiras preparadas de acordo com o GAAP, a utilização de métricas não contábeis por parte das empresas no mercado acionário americano tem se revelado como prática comum ao longo dos anos (DOYLE et al., 2003).

A publicação destas métricas tem sido mais comumente apresentada em divulgações de resultados (“earnings release” ou “press release”), projeções utilizadas por analistas e em avaliações de empresas por parte de investidores, mesmo sabendo que estas métricas não possuem uma definição objetiva para seu cálculo e mensuração (KOLEV et al., 2007) e que os ajustes (chamados de não usuais ou não

¹ GAAP: generally accepted accounting principles

recorrentes) variam de acordo com os critérios estabelecidos pelos administradores (BHATTACHARYA et al., 2003).

Diferentemente do lucro contábil, o qual é baseado e definido por meio do GAAP, as métricas não contábeis são definidas individualmente pelos gestores das companhias (LOUGEE; MARQUARDT, 2003).

De acordo com Cormier et al. (2011), diversas empresas optam por divulgar informações adicionais, argumentando que elas apresentam uma visão mais abrangente da performance do negócio quando comparado aos resultados apurados com base em dados contábeis. Argumentam, também, que as métricas não contábeis possibilitam transmitir para os usuários informações relevantes sobre a performance da companhia (ISIDRO; MARQUES, 2013).

As empresas buscam melhorar a percepção sobre sua performance através da divulgação de resultados baseados em métricas não contábeis, excluindo determinadas despesas que eventualmente não são consideradas nas avaliações dos analistas para projetar seus resultados (HEFLIN; HSU, 2008). Buscam, portanto, ajustar os resultados apurados, com base nos princípios contábeis geralmente aceitos, excluindo determinadas despesas consideradas não recorrentes, despesas que não afetam o caixa, dentre outros ajustes (DOYLE et al., 2003).

A motivação para a divulgação de métricas não contábeis por parte das empresas tem motivado debates, pois por um lado as empresas argumentam que estas informações adicionais permitem aos investidores uma melhor compreensão da performance operacional gerado pelo negócio principal e numa direção contrária, os reguladores expressam a preocupação que as companhias podem ter a motivação de inflar sua performance, o que poderia provocar uma percepção enganosa para os investidores (CURTIS et al., 2013).

De acordo com Marques (2006), existem ao menos duas possíveis explicações para utilização de métricas não contábeis por parte das empresas, sendo que em uma visão, a administração quer reduzir a assimetria de informações, comunicando estes ajustes ao mercado, e uma outra visão seria que os administradores pretendem dar informações enganosas pela exclusão de determinados efeitos negativos em seu resultado contábil por entender que não são recorrentes.

Segundo Isidro e Marques (2013), alguns críticos argumentam que a utilização de métricas não contábeis representam divulgações oportunistas por parte da administração das empresas, utilizadas na tentativa de influenciar a percepção sobre a performance financeira das empresas. Destaca-se que essas divulgações normalmente não são auditadas e não possuem uma padronização na sua preparação e divulgação, portanto trazem preocupação para os reguladores, que acompanham o mercado de ações (CORMIER et al., 2011). Assim, reguladores e legisladores alegam que os administradores divulgam resultados apurados com base em métricas não contábeis com o intuito de fornecer informações enganosas aos investidores (BHATTACHARYA et al., 2007).

Neste contexto, a Securities and Exchange Commission (“SEC”), órgão que regula o mercado acionário nos Estados Unidos da América, preocupada com a divulgação de NGM, as quais não estão bem definidas e não possuem características uniformes, decidiu intervir em duas ocasiões no passado. Uma através da emissão de um aviso de advertência em dezembro de 2001 (“Cautionary Warning”) e em outra oportunidade, através de novas regras de divulgação publicadas em janeiro de 2003, Regulation G (MARQUES, 2006).

Em comentários recentes, a SEC tem demonstrado preocupação com a crescente utilização destas métricas não contábeis, bem como a natureza dos ajustes efetuados.

Considerando a relevância deste tema, em 17 de maio de 2016, a SEC atualizou sua interpretação que indica as diretrizes para divulgação de métricas não contábeis (“Compliance and Disclosure Interpretations – C&DIs”), os quais são posicionamentos que refletem o ponto de vista do *staff* da SEC sobre determinados assuntos, portanto não se trata de regras ou regulamentos emitidos pelo órgão.

Conforme resultado publicado na pesquisa realizada pela EY SEC Comments and Trends: An analysis of current reporting issues (EY, 2017) sobre os comentários realizados pela SEC em relação a divulgação de informações financeiras pelas empresas de capital aberto americanas (“Comment Letters”), foi identificado que os comentários da SEC sobre métricas não contábeis apresentaram um crescimento de 40% em 2017 comparado a 2016, tornando-se, assim, o tema com maior número de comentários em 2017.

Outros reguladores internacionais têm procurado orientar o mercado com relação a divulgação das métricas não contábeis com a publicação de orientações específicas. Por exemplo, a International Organization of Securities Commission (“IOSCO”), por meio da emissão do guia Statement on Non-GAAP Financial Measures (“Statement”) em junho de 2016 e a European Securities Markets Authority (“ESMA”) com a divulgação do Guidelines on Alternative Performance Measures (“Guideline”) com vigência a partir de julho de 2016.

Neste processo de discussão, o International Accounting Standards Board (“IASB”) está desenvolvendo uma série de projetos dentro de um tema chamado

Better Communication in Financial Reporting, o qual tem por objetivo fazer com que as informações financeiras sejam mais úteis aos tomadores de decisões.

Um dos projetos chamado Primary Financial Statements, dentre outras atividades, busca incluir diretrizes para a divulgação das métricas não contábeis, identificadas nos *papers* de discussão, como *management performance measures* (“MPMs”), seja pela inserção destas métricas nas demonstrações financeiras, através da inclusão de subtotais na apresentação da demonstração de resultados ou pela divulgação em notas explicativas específicas com a devida reconciliação para o GAAP.

Em relação ao Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), órgão que regula o mercado acionário, editou em 04 de outubro de 2012, a Instrução CVM 527/12 (“Instrução 527/12”), que trata da divulgação do lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (“LAJIDA” ou “EBTIDA” em inglês) e do lucro antes dos juros e impostos (“LAJIR” ou “EBIT”² em inglês). Segundo a CVM, esta norma serve como *guidance* na divulgação destes indicadores na apresentação dos resultados trimestrais e anuais.

As regulações emitidas pela CVM, SEC e demais reguladores internacionais (IOSCO e ESMA), além de outras similaridades, buscam enfatizar que as empresas devem apresentar e divulgar as métricas não contábeis com a mesma proeminência que as divulgações dadas aos números calculados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos.

Neste contexto, este trabalho busca responder a seguinte questão principal: quais os determinantes que explicam a ênfase dada na divulgação de métricas não

² EBIT: earnings before interest and taxes

contábeis por parte das empresas de capital aberto brasileiras em relação aos resultados apurados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos?

No desenvolvimento da pesquisa foi considerado o período de análise que compreende as informações anuais para os exercícios findos de 2013 a 2016. As informações coletadas contemplam empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro e que façam parte do índice IBrX 100, divulgado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”).

Considerando a possibilidade de diferentes formas de apresentação e divulgação das métricas não contábeis, este estudo utilizou como referência a divulgação do EBTIDA, que é a forma mais comum de métrica não contábil utilizada pelas empresas brasileiras: 97% das empresas que compõe o índice IBrX 100 divulgam este indicador. As empresas usualmente divulgam o EBITDA Clássico, que é representado pelo lucro do período antes dos valores de juros, impostos, depreciação e amortização. Além desta informação, determinadas empresas divulgam o EBITDA Ajustado, no qual é adicionado ou excluído determinados valores considerados como não recorrentes pelos Administradores.

O resultado deste trabalho evidenciou que empresas que apuram prejuízo de acordo com os PCGA ou que apresentam resultados contábeis com maior volatilidade, possuem maior probabilidade de darem maior ênfase às métricas não contábeis em suas divulgações, quando comparadas à ênfase dada ao resultado calculado em conformidade com os PCGAs, buscando, desta forma, dar maior destaque para os resultados que demonstram uma performance mais favorável do negócio. O resultado obtido neste trabalho está em linha com as conclusões obtidas nos trabalhos conduzidos por Bowen et al. (2005) e Marques (2010), que identificaram que os administradores estrategicamente colocam mais ênfase nas métricas não contábeis,

quando existe a percepção que estas informações apresentarão um resultado mais relevante e que irão retratar uma performance mais favorável.

O resultado deste trabalho pode auxiliar a CVM na avaliação se as regras atuais para mensuração e divulgação de métricas não contábeis são adequadas frente a realidade do mercado brasileiro.

A presente pesquisa está estruturada em cinco capítulos, incluindo as informações contidas nesta introdução. No segundo capítulo foi apresentado o referencial teórico, que abrange uma revisão da literatura disponível sobre os efeitos da regulação da SEC sobre a divulgação das métricas não contábeis, as motivações dos preparadores na divulgação destas informações e quais as reações de mercado por conta da divulgação destes resultados.

No terceiro capítulo é descrita a metodologia utilizada. No quarto capítulo é descrita a análise dos resultados alcançados e por fim, no quinto capítulo são apresentadas as conclusões alcançadas, considerações finais, além das sugestões para futuras pesquisas.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

De acordo com Seetharaman et al. (2014) os resultados divulgados de acordo com as métricas não contábeis são informações adicionais e alternativas sobre a performance da Companhia calculadas pela Administração, excluindo dos valores contábeis, determinados itens considerados transitórios ou não recorrentes. Em pesquisa realizada pela Audit Analytics (2015), para o período de julho a setembro de 2015, para as empresas pertencentes ao índice S&P 500, foram identificadas cinco principais categorias de métricas não contábeis: (1) ajustes efetuados na apresentação do lucro operacional; (2) ajustes nos valores relacionados a lucros por ação; (3) ajustes efetuados no fluxo de caixa; (4) divulgação do EBITDA Clássico e EBITDA Ajustado; e (5) ajustes nas fontes geradas pelas operações.

A literatura relacionada às métricas não contábeis cobre diversos aspectos de pesquisa, que incluem, entre outras vertentes: (i) a avaliação dos efeitos da regulação imposta pela SEC desde a emissão do Cautionary Warning em 2001 e seus reflexos na divulgação das métricas não contábeis; (ii) a motivação por parte dos administradores das empresas na apresentação de valores calculados com base nas NGM quando da divulgação dos resultados trimestrais e anuais, em adição as informações derivadas do GAAP, incluindo o nível de proeminência dada a divulgação destes valores; e (iii) quais as reações observados no mercado de capitais após a divulgação dos resultados com a apresentação de valores com base em métricas não contábeis.

2.1 EFEITOS RELACIONADOS À REGULAÇÃO DA SEC

Em resposta às preocupações do mercado na utilização de métricas não contábeis, algumas ações foram tomadas ao longo dos anos, com a publicação da Lei Sarbanes-Oxley (“SOX”). A SEC buscou regular a utilização das NGM por meio do Cautionary Warning em 2001 e da Regulation G, a partir de 2003 (KOLEV et al., 2008).

A norma “Regulation G” determina que quando houver divulgação de métricas não contábeis, há a necessidade de reconciliação destes números com as informações contábeis comparáveis apresentadas de acordo com o respectivo GAAP (KOLEV et al., 2008).

De acordo com Jennings e Marques (2011), esta regulação proporciona maior transparência indicando os tipos de ajustes feitos nos resultados contábeis apurados com base nas práticas contábeis geralmente aceitas, permitindo aos investidores uma melhor compreensão sobre quais ajustes são transitórios e aqueles que podem ser considerados permanentes.

Como resultado dos diversos estudos relacionados à implementação da regulação da SEC após 2011, nota-se uma melhoria na qualidade das informações relacionadas à divulgação dos resultados com base nas métricas não contábeis.

Bowen et al. (2005) identificaram que após a emissão do Cautionary Warning emitido em 2001 pela SEC, as empresas ficaram mais preocupadas com a percepção dos investidores, reduzindo a ênfase dada às métricas não contábeis quando comparados os exercícios de 2001 e 2002; houve aumento, portanto, na ênfase para os dados com base no GAAP.

Marques (2010) avaliou as divulgações de empresas que compõem o índice S&P 500 no período de 2001 a 2003, identificando uma redução estatisticamente significativa nas divulgações do NGM em 2003 em relação a 2002. Assim, os resultados sugerem que a redução pode ser atribuída à introdução do Regulation G, que passou a vigorar em 2003.

Heflin e Hsu (2008) identificaram algumas consequências na divulgação de métricas não contábeis após a regulação da SEC em 2003, com os seguintes resultados: (i) um modesto declínio na divulgação das métricas não contábeis; (ii) declínio na magnitude das diferenças entre os resultados de acordo com GAAP e NGM; e (iii) um modesto declínio na probabilidade das empresas divulgarem resultados para alcançar ou exceder as metas anteriormente divulgadas. De forma geral, concluíram que a regulação traz evidências na redução de divulgações oportunistas, relacionadas à apresentação e divulgação das métricas não contábeis, a qual é consistente com a intenção dos reguladores.

Black et al. (2012), com base nas divulgações de resultados de empresas para o período de 1998 a 2006, concluíram que a qualidade dos resultados apurados pelas métricas não contábeis tiveram uma melhora e que as percepções dos investidores sobre essas métricas tiveram uma mudança após a implementação da SOX e Regulation G. Desta forma, avaliaram que a regulação alcançou os objetivos, trazendo mais atenção sobre as divulgações e melhorando a qualidade percebida.

Zhang e Zheng (2010) buscaram entender o impacto da necessidade de uma reconciliação quantitativa entre a divulgação dos resultados com base no NGM e o resultado gerado pelo GAAP, conforme prescrito pelo Regulation G. Nesta linha, foi observado o seguinte: (i) anteriormente à edição do Regulation G, identificaram que havia *mispricing* somente para aquelas empresas onde havia baixa qualidade na

reconciliação entre os valores, sendo que não foram identificadas evidências de *mispricing* para as empresas que divulgavam uma reconciliação com alta qualidade de informação; (ii) não foram identificadas, após a publicação do Regulation G, evidências de *mispricing*; e (iii) houve redução no *mispricing* para as empresas que melhoraram a qualidade de sua reconciliação e para aquelas que possuíam reconciliação de alta qualidade, não foram identificadas evidências de *mispricing*. Desta forma, concluíram que os resultados obtidos sugerem que a reconciliação entre os resultados apurados de acordo com o NGM e os resultados gerados pelo GAAP, reduz o *mispricing*, fazendo com que o preço das ações seja mais preciso.

Um dos resultados do estudo conduzido por Jennings e Marques (2011), para empresas que compõem o índice S&P 500 no período de 2001 a 2003, indicou que para empresas com forte estrutura de governança corporativa não foram identificadas evidências de que ajustes relacionados à métricas não contábeis poderiam afetar a percepção dos investidores, antes ou depois da publicação do Regulation G. Ao contrário, para empresas que possuem “fraca” estrutura de governança, antes da edição do Regulation G, foram identificadas evidências que indicavam que os investidores poderiam ser induzidos a erros em suas avaliações por conta das divulgações de NGM. Após a intervenção da SEC, não foram encontradas evidências que indicavam que os investidores poderiam ser induzidos a erros. A conclusão final foi que a governança e regulação podem exercer um papel importante no monitoramento da administração das empresas quando da divulgação de métricas não contábeis.

2.2 MOTIVAÇÕES PARA DIVULGAÇÕES DO NGM

Bradshaw e Sloan (2002) identificaram evidências de um aumento na frequência e na magnitude dos casos onde os resultados apurados pelas métricas não contábeis diferem dos resultados apurados de acordo com o GAAP, com indicação de um viés onde os resultados divulgados por métricas não contábeis são superiores aos resultados apurados com base nos princípios contábeis geralmente aceitos.

Bhattacharya et al. (2003) constataram que os resultados apresentados com base nas métricas não contábeis atingiram as previsões dos analistas em 80,1% dos casos, enquanto que os resultados apurados de acordo com o GAAP foram de 38,7%. Segundo os autores, esta evidência é consistente com as críticas de que a utilização das métricas não contábeis muitas vezes é utilizada para atender ou superar as previsões feitas por analistas.

Bowen et al. (2005) identificaram que as empresas tendem a enfatizar as métricas que são mais relevantes e que retratam uma performance mais favorável do seu negócio e que empresas com grande cobertura da mídia, procuram dar maior ênfase na divulgação das métricas não contábeis e menor ênfase para os resultados apurados de acordo com o GAAP.

Marques (2010) também identificou evidências que sugerem que os administradores procuram dar maior proeminência para as métricas não contábeis em relação as métricas contábeis tradicionais quando os resultados divulgados estão abaixo das expectativas (benchmark). Segundo a autora, a ênfase dada ao NGM na divulgação dos resultados, pode ser utilizada de forma estratégica pelos administradores de modo a influenciar a percepção sobre os resultados divulgado pelas empresas.

Black e Christensen (2009) investigaram, com base no *press release* das empresas que divulgaram resultados no período de 1998 a 2003, se as métricas não

contábeis são utilizadas para atingir determinados *benchmarks*: (i) converter prejuízo de acordo com o GAAP em lucro pelo NGM; e (ii) atender às expectativas dos analistas quando há queda na apuração dos resultados de acordo com o GAAP. Como resultado, identificaram que as empresas que divulgam NGM esporadicamente, inclusive com utilização de itens não recorrentes, o fazem para atender os referidos *benchmarks*.

Doyle et al. (2013) identificaram evidências de que quando as empresas divulgam métricas não contábeis ajustadas, o fazem para atender ou atingir as métricas previstas pelos analistas, indicando que esses analistas não têm condições de antecipar os ajustes propostos pelos administradores no momento em que os resultados são divulgados.

2.3 REAÇÕES DO MERCADO

Bradshaw e Sloan (2002) identificaram que a resposta de mercado à divulgação de métricas não contábeis desbancou as divulgações de resultados com base nos lucros apurados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos.

Lougee e Marquardt (2004) identificaram que as informações incrementais contidas no *press release*, com base nas NGM, mostram que os investidores consideram essas divulgações mais úteis quando o lucro de acordo com o GAAP possui baixa informação ou quando considerações estratégicas estão ausentes.

No estudo conduzido por Bowen et al. (2005) foram identificadas evidências de que uma maior ênfase na utilização de métricas não contábeis resulta em uma “forte

reação” no mercado de ações por conta da surpresa na divulgação desta métrica. De forma geral, Bowen et al. (2005) concluem que esta consideração é consistente com a utilização da ênfase dada ao NGM na divulgação de resultados, funcionando como uma ferramenta adicional de divulgação, influenciando ao menos um relevante *stakeholder*, que são os investidores.

A pesquisa conduzida por Elliott (2006) examinou como duas características na divulgação das métricas não contábeis (ênfase na divulgação do NGM e a presença quantitativa da reconciliação) podem influenciar a avaliação de investidores não profissionais e analistas. O resultado do estudo indicou que a ênfase dada pela administração da empresa nas NGM e não meramente a presença desta divulgação, influenciam o julgamento e decisão dos investidores não profissionais, todavia essa influência é mitigada pela divulgação de uma reconciliação quantitativa destes valores. No caso dos analistas, a presença da reconciliação tem o efeito de demonstrar que o NGM pode ser mais confiável, fazendo com que eles depositem mais confiança na divulgação das métricas não contábeis.

Bhattacharya et al. (2007) apresentam evidências sugerindo que enquanto parte das divulgações de NGM são realmente feitas de forma altruísta, alguns administradores tentam apresentar os resultados de forma excessivamente otimista. Nesses casos, quando os investidores individuais são menos sofisticados, existem riscos de que eles possam tomar decisões com base em informações enganosas. O resultado da análise para as informações divulgadas no *press release*, para o período de 1998 a 2003, indicou que o segmento de mercado que deposita confiança nas divulgações de resultados com base nas métricas não contábeis é formado predominantemente por investidores individuais menos sofisticados, que negociam no

mercado e são mais suscetíveis a informações divulgadas com lucros inesperados.

Por outro lado, não foram identificadas evidências para investidores institucionais.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

No desenvolvimento da pesquisa foi considerado o período de análise que compreende as informações anuais para os exercícios findos de 2013 a 2016. As informações coletadas contemplam empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro e que façam parte do índice IBrX 100, divulgado pela B3. A utilização das informações divulgadas pelas empresas a partir de 2013, procura cobrir o período de apresentação das informações financeiras após a edição da Instrução CVM 527/12. Anterior à data de promulgação da Instrução CVM 527/12 não havia regulação sobre a utilização e divulgação do EBITDA por parte das empresas de capital aberto no Brasil.

O foco na utilização das empresas que fazem parte do índice do IBrX 100 deve-se a importância destas empresas no mercado acionário e na representatividade para a economia brasileira. Segundo definição da B3, o objetivo do índice IBrX 100 é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Para obtenção dos dados utilizados na pesquisa, foram obtidas as informações contábeis geradas pela Base Econômica e pela leitura e coleta das informações contidas em apresentações sobre resultados anuais (“earnings release”) divulgadas nos sites das empresas.

Após a coleta das informações, foram excluídas as empresas dos setores de Finanças e Seguros (8 empresas), Empresas de Participação (2 empresas) e

empresas que não possuíam série histórica suficientes para análise, pois fizeram a oferta pública de ações no período sob análise (3 empresas). Na composição do índice IBrX 100, existem 4 empresas que participam com 2 classes de ações (ON e PN), portanto automaticamente elimina-se 4 empresas da amostra do índice IBrX 100, pois trata-se das mesmas informações. Adicionalmente, durante a avaliação da amostra foram perdidas 21 observações. Desta forma, a amostra final, após a realização deste processo, foi composta por 311 observações.

A Tabela 1 apresenta a composição das empresas analisadas, classificadas de acordo com os respectivos setores, com base nas informações disponibilizadas pela Base Econômica.

TABELA 1: EMPRESAS CLASSIFICADAS POR SETOR

Setor	Frequência	Percentual
Alimentos e bebidas	32	10%
Comércio	31	10%
Construção	16	5%
Energia elétrica	60	19%
Mineração	4	1%
Máquinas industriais	4	1%
Papel e celulose	12	4%
Petróleo e gás	4	1%
Química	8	3%
Siderurgia e metalurgia	16	5%
Software e dados	10	3%
Telecomunicações	8	3%
Têxtil	8	3%
Transporte e serviços	17	5%
Veículos e peças	16	5%
Outros	65	21%
	311	100%

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Para estas empresas, foram coletadas as seguintes informações, com base no *press release* divulgado para cada ano do período sob análise: o valor correspondente

ao EBITDA conforme preconiza a Instrução CVM 527/12 (EBITDA Clássico), os valores do EBITDA Ajustado, bem como os ajustes incluídos na reconciliação entre o EBITDA Clássico e o EBITDA Ajustado. Os demais valores utilizados na pesquisa foram extraídos diretamente da Base Económica.

A Tabela 2 apresenta o resumo de como as empresas divulgam seus resultados, considerando a apresentação do EBITDA Clássico, EBITDA Ajustado e aquelas que não divulgam informações sobre o EBITDA.

TABELA 2: DIVULGAÇÃO DOS RESULTADOS (MÉTRICAS NÃO CONTÁBEIS)

	2016	2015	2014	2013	Total
EBITDA Clássico	29	25	30	29	113
EBITDA Ajustado	52	55	50	51	208
Não divulgam EBITDA	2	3	3	3	11
Total de empresas	83	83	83	83	332
EBITDA Clássico	35%	30%	36%	35%	34%
EBITDA Ajustado	63%	66%	60%	61%	63%
Não divulgam EBITDA	2%	4%	4%	4%	3%

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Do total acumulado da amostra utilizada nesta pesquisa, 97% das empresas divulgam informações relacionadas ao EBITDA Clássico e/ou EBITDA Ajustado. Não existe diferença significativa entre as empresas que não divulgam EBITDA durante os quatro anos incluídos nesta pesquisa.

Marques (2010) identificou em seu estudo que 68% das empresas para o período de 2001 a 2003, incluídas no índice S&P 500, divulgaram alguma métrica não contábil. Na pesquisa realizada pela Audit Analytics (2015), indica que para o período de julho a setembro de 2015, foi identificado que 88% das empresas incluídas no mesmo índice, apresentaram ao menos uma métrica não contábil.

A Tabela 3 foi preparada com base nos valores obtidos do *press release* de cada uma das empresas incluídas neste estudo e resume o somatório dos valores divulgados do EBITDA Clássico, do EBITDA Ajustado, bem como o agrupamento por natureza dos ajustes incluídos na reconciliação entre essas duas métricas por ano (considerando os períodos de 2013 a 2016):

TABELA 3: CONCILIAÇÃO ENTRE O EBITDA CLÁSSICO E O EBITDA AJUSTADO				
	2016	2015	2014	2013
EBITDA Clássico	217.644.431	109.838.222	131.789.600	184.209.009
<i>Impairment</i>	30.868.881	103.084.707	55.923.496	9.833.700
Acordos de leniência	3.692.100	-	-	-
Gastos com reestruturação	744.837	1.037.322	908.400	85.100
Contingências	1.031.705	7.778.959	4.417.878	3.347.988
Provisão ativo contingente	-	580.798	-	1.811.718
Gastos futuros manutenção	375.429	290.900	206.900	241.500
Combinação de negócios	(66.400)	(3.297.500)	-	-
<i>Stock options</i>	65.000	73.900	109.089	56.519
Equivalência patrimonial	(587.250)	929.100	(3.343.000)	(2.279.200)
Empresas não consolidadas	8.080.398	3.041.600	2.217.700	1.885.200
Dividendos recebidos	-	1.064.000	1.302.000	1.836.000
Ganho pela perda de controle	-	-	-	(473.900)
Resultado troca de ações	(1.240.000)	-	-	-
Venda de ativos	(773.168)	(143.075)	323.292	(332.599)
Recuperação de créditos	(425.600)	(234.200)	(135.000)	-
Créditos tributários	-	-	(851.000)	(184.000)
Ativos biológicos	269.211	(831.040)	(1.166.767)	(729.272)
Propr. para investimento	775.390	(308.046)	(626.081)	(832.088)
CTA	3.693.000	-	-	-
Plano de saúde	77.283	72.655	48.153	393.400
Contratos onerosos	-	366.000	(1.800.000)	(1.925.000)
Perdas em ICMS	-	248.000	147.500	90.000
Garantias	-	390.600	-	-
Gastos com IPO	-	-	39.000	-
Remensur. ativo financeiro	(809.700)	-	-	-
Capitalização de juros	-	-	171.590	157.211
Outros ajustes	1.914.986	2.153.088	888.351	1.381.075

EBITDA Ajustado	265.330.533	226.135.990	190.571.101	198.599.361
-----------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fonte: Elaborada pelo autor (2018).

Na preparação do quadro acima, foram identificados um total de 402 ajustes no período sob análise, sendo que aproximadamente 70% dos ajustes representavam despesas excluídas do cálculo do EBITDA para formação do EBITDA Ajustado.

Os ajustes efetuados para cálculo e apresentação do EBITDA Ajustado representaram 22% do EBITDA Clássico em 2016 (106% em 2015, 45% em 2014 e 8% em 2013). Os principais ajustes estão relacionados a eliminação do valor de provisão para *impairment* de ativos, gastos com reestruturação e provisão para contingências que foram identificados em cada um dos anos no período sob análise. Os ajustes efetuados em 2015 e 2014 coincidem com o período de maior retração no produto interno bruto (“PIB”) nos últimos anos, fazendo com que algumas empresas registrassem um valor significativo de provisão para *impairment* de ativos.

Para determinar qual a ênfase dada na divulgação de métricas não contábeis por parte das empresas brasileiras, foi adaptada uma escala utilizada por Marques (2010) e anteriormente utilizada por Bowen et al. (2005). Essa escala tem por objetivo classificar a ênfase dada pelos administradores na divulgação das métricas não contábeis e do lucro líquido do período de acordo com o GAAP, conforme parâmetros definidos na Tabela 4 abaixo:

TABELA 4: ESCALA UTILIZADA PARA DETERMINAR A ÊNFASE NAS DIVULGAÇÕES

Localização no <i>Press Release</i>	Ênfase
Divulgado no título (<i>headline</i>)	5
Divulgado no subtítulo ou em destaque	4
Divulgado no 1o ou 2o parágrafo	3
Divulgado no 3o parágrafo em diante	2
Nenhuma divulgação foi efetuada	1

Fonte: Elaborada pelo autor (2018).

Esta escala foi utilizada para classificar cada uma das divulgações de resultados efetuadas pelas empresas no *press release* (GAAP e NGM), considerando o grau de proeminência dada pelos administradores na divulgação dos seus resultados.

Adicionalmente, a equação abaixo foi utilizada para responder a questão de pesquisa em relação ao grau de proeminência dada pelas empresas brasileiras na divulgação dos seus resultados, que teve como base a equação proposta por Bowen et al. (2005) e pode ser descrita conforme segue abaixo:

$$\hat{Ênfase}_{it} = \beta_0 + \beta_1 PRLOSS_{it} + \beta_2 STDROA_{it} + \beta_3 DNGM_{it} + \beta_4 DGAAP_{it} + \beta_5 DIFF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$\hat{Ênfase}_{it}$ = Na equação proposta é representada por três variáveis dependentes, conforme descrito a seguir:

$NGMENF_{it}$ = Ênfase dada na divulgação dos resultados com base nas métricas não contábeis

$GAAPENF_{it}$ = Ênfase dada na divulgação dos resultados com base nos princípios contábeis geralmente aceitos

$RELENF_{it}$ = Ênfase relativa dada na divulgação dos resultados relativos entre GAAP e NGM

β_0 = Termo de intercepto da regressão

$PRLOSS_{it}$ = Divulgação de prejuízo contábil no ano anterior em comparação com o ano examinado

$STDROA_{it}$ = Desvio padrão do ROA (Return on Assets) considerando o total dos ativos no início do ano sobre o resultado dos 4 anos anteriores

$DNGM_{it}$ = Variação do resultado divulgado com base no NGM em relação ao ano anterior

$DGAAP_{it}$ = Variação do resultado divulgado com base no GAAP em relação ao ano anterior

$DIFF_{it}$ = Diferença entre NGM e GAAP considerando o total dos ativos (variável de controle)

ε_{it} = Termo de erro aleatório

Capítulo 4

4 RESULTADOS

A Tabela 5 apresenta os resultados classificados de acordo com a ênfase dada na divulgação dos resultados no *press release* em cada ano do período analisado e para o resultado acumulado para os quatro anos:

TABELA 5: RESULTADO DA ÊNFASE OBSERVADO EM DIVULGAÇÕES DE RESULTADO

PAINEL A: ÊNFASE PARA DIVULGAÇÕES DAS MÉTRICAS NÃO CONTÁBEIS (NGMENF)

	Ref	2016	2015	2014	2013	Total
Divulgado no título	5	13	11	18	20	62
Divulgado no subtítulo ou destaque	4	53	54	44	47	198
Divulgado no 1º. ou 2º. parágrafo	3	2	2	4	4	12
Divulgado no 3º. parágrafo em diante	2	13	13	14	9	49
Nenhuma divulgação foi efetuada	1	2	3	3	3	11
		83	83	83	83	332
Divulgado no título	5	16%	13%	22%	24%	19%
Divulgação no subtítulo ou destaque	4	64%	65%	53%	56%	60%
Divulgado no 1º. ou 2º. parágrafo	3	2%	2%	5%	5%	4%
Divulgado no 3º. parágrafo em diante	2	16%	16%	16%	11%	14%
Nenhuma divulgação foi efetuada	1	2%	4%	4%	4%	3%

PAINEL B: ÊNFASE PARA DIVULGAÇÕES CONFORME O GAAP (GAAPENF)

	Ref	2016	2015	2014	2013	Total
Divulgado no título	5	8	14	16	13	51
Divulgado no subtítulo ou destaque	4	39	35	33	40	147
Divulgado no 1º. ou 2º. parágrafo	3	2	3	2	4	11
Divulgado no 3º. parágrafo em diante	2	34	31	32	26	123
Nenhuma divulgação foi efetuada	1	0	0	0	0	0
		83	83	83	83	332
Divulgado no título	5	10%	17%	19%	16%	16%
Divulgação no subtítulo ou destaque	4	47%	42%	40%	48%	44%
Divulgado no 1º. ou 2º. parágrafo	3	2%	4%	2%	5%	3%

Divulgado no 3º. parágrafo em diante	2	41%	37%	39%	31%	37%
Nenhuma divulgação foi efetuada	1	0%	0%	0%	0%	0%

No Painel A da Tabela 5, são apresentadas a localização e ênfase na divulgação das métricas não contábeis (NGMENF) e no Painel B a ênfase para a divulgação do resultado de acordo com o GAAP (GAAPENF). No total acumulado dos anos, 19% das empresas divulgaram o EBITDA no título (“headline”) e 60% no subtítulo ou em destaque do *press release*, em comparação com a divulgação de 16% do lucro líquido no *headline* e 44% no subtítulo ou em destaque na divulgação dos resultados. A comparação das divulgações para cada um dos indicadores (NGM x GAAP), indica que existe uma maior concentração e consequentemente, ênfase dada pelas empresas em relação a divulgação dos resultados de acordo com o NGM.

Na Tabela 6 (ênfase relativa), a terceira variável incluída é a variação relativa (RELENF) entre o resultado da ênfase na divulgação do NGM (NGMENF) e o resultado da ênfase para o GAAP (GAAPENF). O método definido por Bowen R. et al. (2005), apresenta um range entre (+3) para as empresas que divulgam NGM no *headline* e GAAP não divulgado e no extremo temos (-4) para NGM não divulgado na apresentação de resultados. Nesta escala, o mesmo nível de ênfase para a divulgação dos resultados com base no NGM e o resultado de acordo com GAAP é definido como ponto (0).

TABELA 6: ÊNFASE RELATIVA CONSIDERANDO DIVULGAÇÃO ENTRE NGM E GAAP (RELENF)

	2016	2015	2014	2013	Total
(+3) NGM no título e GAAP não divulgado	7%	6%	7%	8%	7%
(+2)	20%	17%	13%	13%	16%
(+1)	6%	6%	12%	15%	10%
(0) Mesmo nível de ênfase	59%	56%	50%	47%	53%
(-1)	5%	11%	13%	11%	10%
(-2)	0%	0%	1%	3%	1%

(-3)	2%	2%	3%	2%	2%
(-4) NGM não foi divulgado	1%	2%	1%	1%	1%
	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>

Como resultado para o período acumulado de quatro anos, 33% das empresas apresentaram uma maior ênfase nos resultados apurados de acordo com as métricas não contábeis e 14% uma ênfase maior nos resultados apurados de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos. Ao passo que pouco mais da metade das empresas incluídas no estudo (53%), deram a mesma ênfase para os resultados apurados de acordo com o NGM e resultados com base no GAAP.

Os resultados obtidos para esta análise, se aproximam de forma substancial dos resultados obtidos por Bowen R. et al. (2005) para o ano de 2002 (após emissão do Cautionary Warning em 2001 pela SEC), o que corrobora a maior ênfase dada pelas empresas na divulgação das métricas não contábeis (37% das empresas deram uma maior ênfase nos resultados pelo NGM, 13% maior ênfase nos resultados de acordo com o GAAP e 50% com a mesma ênfase relativa para NGM e GAAP).

A Tabela 7 apresenta o resultado da estatística descritiva dos dados para os períodos de 2013 a 2016.

TABELA 7: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Váriavel	Média	Mediana	Desvio Padrão	Obs.
NGMENF	3.836013	4	.9134067	311
GAAPENF	3.318328	0	1.132348	311
RELENF	.5176849	0	1.193602	311
PRLOSS	.1736334	0	.3794044	311
STDROA	.0486444	.0403143	.0788923	311
DNGM	.6848875	1	.4653094	311
DIFF	.0840762	.0807315	.0523228	311

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

As variáveis apresentam as seguintes definições:

PRLOSS: 1 se a empresa apresenta prejuízo no ano anterior em comparação com o ano examinado;

STDROA: o desvio padrão do ROA (Return on Assets) considerando o total dos ativos no início do ano sobre o resultado dos 4 anos anteriores;

DNGM: 1 se a variação do resultado NGM em relação ao ano anterior é positiva e 0 caso não seja;

DGAAP: 1 se a variação do resultado GAAP em relação ao ano anterior é positiva e 0 caso não seja;

DIFF: a diferença entre NGM e GAAP considerando o total dos ativos (variável de controle).

Por meio da leitura da Tabela 7, nota-se que 17% das empresas da amostra apresentaram prejuízo no período analisado e 68% tiveram uma variação positiva entre os anos para os valores divulgados de acordo com as métricas não contábeis. Em relação ao DIFF, o resultado indica que os valores divulgados de acordo com NGM são superiores e excedem os valores divulgados pelo GAAP ($DIFF > 0$).

Na Tabela 8, temos o resultado da regressão, que teve como base a equação proposta por Bowen et al. (2005) e pode ser descrita conforme segue abaixo:

TABELA 8: RESULTADO DA ÊNFASE OBSERVADO EM DIVULGAÇÕES DE RESULTADO
Painel A: ÊNFASE NA DIVULGAÇÃO DOS RESULTADOS COM BASE NO NGM

$$NGMENFit = \beta_0 + \beta_1 PRLOSSit + \beta_2 STDROAit + \beta_3 DNGMit + \beta_4 DIFFit + \varepsilon it$$

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	t	P-valor
PRLOSS	-.0928047	.1560358	-0.59	0.552
STDROA	.1600639	.1904299	0.84	0.401
DNGM	.1312882	.1127948	1.16	0.245
DIFF	-.0594742	.224534	-0.26	0.791

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Legenda: *** Indica significância estatística de 1%

Número de observações: 311
R2 = 0,1847

PAINEL B: ÊNFASE NA DIVULGAÇÃO DOS RESULTADOS COM BASE NO GAAP

$$GAAPENFit = \beta_0 + \beta_1 PRLOSSit + \beta_2 STDROAit + \beta_3 DGAAPit + \beta_4 DIFFit + \varepsilon it$$

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	t	P-valor
PRLOSS	-.5117534	.1915764	-2.67	0.008 ***
STDROA	-.4012344	.2271799	-1.77	0.078 *
DGAAP	.179007	.1288824	1.39	0.166
DIFF	.088766	.2702983	0.33	0.743

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Legenda: *** Indica significância estatística de 1% e * indica significância estatística de 10%

Número de observações: 311

R2 = 0,2366

Na Tabela 8 Painel A (ênfase no resultado NGM) não foram identificados resultados significativos estatisticamente sobre a ênfase na divulgação para as variáveis pesquisadas. No resultado apresentado no Painel B (ênfase nos resultados de acordo com GAAP) duas das três variáveis pesquisadas demonstram uma relação negativa e estatisticamente significativa, indicando que empresas que apresentam prejuízo contábil (PRLOSS) e maior desvio padrão no retorno sobre os ativos (ROA), tendem a colocar menor ênfase para a divulgação dos resultados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos. Inclusive para PRLOSS o coeficiente é negativo, confirmando esta avaliação.

O Painel C apresenta os dados da ênfase relativa para todas as empresas incluídas na amostra que divulgaram EBITDA Clássico e EBITDA Ajustado no período:

PAINEL C: ÊNFASE RELATIVA

$$RELENFit = \beta_0 + \beta_1 PRLOSSit + \beta_2 STDROAit + \beta_3 DIFFit + \varepsilon it$$

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	t	P-valor
PRLOSS	.4596182	.2038046	2.26	0.025 **
STDROA	.5542483	.2488932	2.23	0.027 **
DIFF	-.0786624	.2940357	-0.27	0.789

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Legenda: ** Indica significância estatística de 5%

Número de observações: 311
R2 = 0,1702

No Painel C (ênfase relativa), foi identificada a mesma tendência de resultados obtidos no Painel B (ênfase nos resultados de acordo com GAAP), sugerindo que as empresas que possuem prejuízos de acordo com o GAAP e alta volatilidade no desvio padrão do retorno sobre os ativos tendem a dar maior visibilidade para as divulgações dos resultados de acordo com as métricas não contábeis em detrimento as divulgações de acordo com o GAAP.

Para os dados utilizados nos Painéis A, B e C foi considerado o universo total de empresas incluídas nesta pesquisa (todas as empresas que divulgaram EBITDA Clássico e EBITDA Ajustado).

Para efeito de uma análise adicional, consideramos para fins de avaliação, somente as empresas que divulgaram os resultados das métricas não contábeis, utilizando o EBITDA Ajustado (excluímos aquelas que divulgaram apenas o EBITDA Clássico). O resultado desta análise está apresentado no Painel D:

PAINEL D: ÊNFASE RELATIVA (EBITDA AJUSTADO)
 $RELENFit = \beta_0 + \beta_1 PRLOSSit + \beta_2 STDROAit + \beta_3 DIFFit + \varepsilon it$

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	T	P-valor
PRLOSS	.4964005	.2160573	2.30	0.023 **
STDROA	1.035331	.3128948	3.31	0.001 ***
DIFF	-.0910095	.3671866	-0.25	0.805

Fonte: Elaborada pelo autor (2018)

Legenda: *** Indica significância estatística de 1% e ** indica significância estatística de 5%

Número de observações: 201

R2 = 0,2880.

Com base no resultado obtido, notamos que não existe diferença significativa na ênfase dada por empresas que divulgam EBITDA Clássico (Painel C) ou aquelas que divulgam o EBITDA Ajustado (Painel D), confirmando assim que as empresas

buscam apresentar os resultados ao mercado que demonstrem o melhor desempenho.

O resultado obtido neste trabalho está em linha com as conclusões obtidas nos trabalhos conduzidos por Bowen et al. (2005) e Marques (2010), que identificaram que os administradores estrategicamente colocam mais ênfase nas métricas não contábeis, quando existe a percepção que estas informações apresentarão um resultado mais relevante e que irão retratar uma performance mais favorável.

No próximo capítulo serão apresentadas as conclusões alcançadas por estudo, bem como sugestões para pesquisas futuras.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo teve por finalidade avaliar os determinantes que explicam a ênfase dada na divulgação de métricas não contábeis por parte das empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro e que fazem parte do índice IBrX 100 divulgado pela B3, em relação aos resultados apurados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos. Utilizamos as informações divulgadas no *press release* para o período de 2013 a 2016.

Considerando a possibilidade de diferentes formas de apresentação e divulgação das métricas não contábeis, este estudo utilizou a divulgação do EBTIDA como referência na divulgação de métricas não contábeis. No Brasil, 97% das empresas que compõe o índice IBrX 100 divulgaram este indicador, sendo que 63% das empresas divulgaram o EBITDA Ajustado no período. Os ajustes efetuados no EBITDA para os anos de 2014 e 2015 representaram 45% e 106% do EBITDA Clássico divulgado pelas empresas.

Em relação a ênfase dada pelas empresas em relação as métricas não contábeis, este estudo identificou que no total acumulado dos anos, 19% das empresas divulgaram o EBITDA no *headline* do *press release* e 60% no subtítulo ou em destaque, em comparação com a divulgação de 16% do lucro líquido no *headline* e 44% no subtítulo ou em destaque na divulgação dos resultados. A comparação das divulgações para cada um dos indicadores (NGM x GAAP), indica que existe uma maior concentração e conseqüentemente, ênfase dada pelas empresas em relação a divulgação dos resultados apurados de acordo com as métricas não contábeis.

Considerando a ênfase relativa, 33% das empresas apresentaram uma maior ênfase nos resultados apurados de acordo com as métricas não contábeis e 14% uma ênfase maior nos resultados apurados de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos. Ao passo que pouco mais da metade das empresas incluídas no estudo (53%), deram a mesma ênfase para os resultados apurados de acordo com o NGM e resultados com base no GAAP.

Os resultados obtidos na regressão evidenciaram que empresas que apresentam prejuízo de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos ou quando existe uma maior volatilidade nos resultados anuais, medidos através do ROA, há uma tendência indicando maior proeminência nas divulgações dos resultados de acordo com as métricas não contábeis em detrimento das divulgações de acordo com o GAAP. Estes resultados são consistentes com os estudos realizados por Bowen et al. (2005) e Marques (2010), que constataram que os administradores buscam dar maior ênfase para os resultados que apresentam uma performance mais favorável.

O resultado deste estudo contribui para que o regulador possa avaliar se as normas existentes em relação à divulgação das métricas não contábeis possuem as diretrizes necessárias para que os administradores apresentem informações para o mercado de forma equilibrada e consistente. O objetivo final é buscar o alinhamento de interesses dos administradores em prover ao mercado informações mais abrangentes sobre a performance do seu negócio, através da inclusão de informações adicionais e do mercado em receber informações quantitativamente e qualitativamente adequadas e sem nenhum viés que possa induzi-los ao erro, pela ênfase dadas nas métricas não contábeis em detrimento às informações com base no GAAP.

Este estudo poderia evoluir para a análise dos reflexos e consequências sobre o mercado de ações após a divulgação dos resultados, considerando a hipótese que a divulgação e ênfase de resultados inesperados apurados pelas métricas não contábeis poderiam influenciar os investidores e o mercado de capitais na precificação das ações das empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

AUDIT ANALYTICS. **Trends in Non-GAAP Disclosures**, 2015. Disponível em: <<http://www.auditanalytics.com/blog/trends-in-non-gaap-disclosures/>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

BEYER, A. *et al.* The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 296-343, 2010.

BHATTACHARYA, N. *et al.* Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. **Journal of Accounting & Economics**, v. 36, n. 1-3, p. 285-319, 2003.

BHATTACHARYA, N. *et al.* Who Trades on Pro Forma Earnings Information?. **The Accounting Review**, v. 86, n. 3, p. 581-619, 2007.

BLACK, D.E.; Christensen T.E. US Managers' Use of "Pro Forma" Adjustments to Meet Strategic Earnings Targets. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 36, p. 297-326, 2009.

BLACK, D.E. *et al.* Has the regulation of Pro Forma Reporting in th US Changed Investors' Perceptions of Pro Forma Earnings Disclosures?. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 39, p. 876-904, 2012.

BOWEN, R.M. *et al.* Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC intervention, and Market Reactions. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, out. 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.

CORMIER, D. *et al.* Revisiting the Relevance and Reliability of Non-GAAP Reporting: The Case of the Income Trusts. **Contemporary Accounting Research**, v. 28, n. 5, 2011.

CURTIS, A.B. *et al.* The Disclosure of Non-GAAP Earnings Information in the Presence of Transitory Gains. **The Accounting Review**, v. 89, n. 3, p. 933-958, 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012**. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst527.pdf>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Nota Explicativa à Instrução CVM nº 527/2012**. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notasexplicativas/anexos/nota527.pdf>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

DOYLE J.T. *et al.* The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. **Review of Accounting Studies**, v. 8, p. 145-174, 2003.

DOYLE J.T. *et al.* Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts?. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 1, p. 40-56, 2013.

ELLIOTT, W. B. Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements. **The Accounting Review**, v. 81, n. 1, p. 113-133, 2006.

ESMA - European Securities Markets Authority. **Guidelines on Alternative Performance Measures**, 2015. Disponível em:

<<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

EY. **SEC Comments and Trends: An analysis of current reporting issues**, 2017. Disponível em: <<http://www.ey.com/Publication/vwLUAssetsAL>>.

/SECCommentsTrends_05443171US_25September2017/\$FILE/SECCommentsTrends_05443-171US_25September2017.pdf>. Acesso em: 31 mar. 2018.

HEFLIN, F.; HSU C. The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 46, n. 2-3, p. 349-365, 2008.

IASB - International Accounting Standards Board. **Staff paper january 2018 (Project Primary Financial Statements)**. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/-/media/feature/meetings/2018/january/iasb/ap21a-requirements-for-mpms.pdf>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

IOSCO - International Organization of Securities Commission. **Statement on Non-GAAP Financial**, 2016. Disponível em:

<<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

ISIDRO, H.; MARQUES, A. The Effects of Compensation and Board Quality on Non-GAAP Disclosures in Europe. **The International Journal of Accounting**, v. 48, n. 3, p. 289-317, 2013.

JENNINGS, R.; MARQUES, A. The Joint Effects of Corporate Governance and Regulation on the Disclosure of Manager-Adjusted Non-GAAP Earnings in the US. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 38, n. 3-4, p.364-394, 2011.

KOLEV, K. *et al.* SEC Scrutiny and the Evolution of Non-GAAP Reporting. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 157-184, 2008.

LOUGEE B.A.; MARQUARDT C.A. Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of “Pro Forma” Earnings. **The Accounting Review**, v. 79, n. 3, p. 769-795, 2003.

MARQUES, A. SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. **Review of Accounting Studies**, v. 11, n. 4, p. 549-574, 2006.

MARQUES, A. Disclosures strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosures of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. **The British Accounting Review**, v. 42, p. 119-131, 2008.

SEC - Securities and Exchange Commission. **Compliance and Disclosure Interpretations – C&DIs**, 2016. Disponível em: <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

SEETHARAMAN, A. *et al.* An Empirical Analysis of the Effects of Accounting Expertise in Audit Committees on Non-GAAP Earnings Exclusions. **Accounting Horizons**, v. 28, n. 1, p. 17-37, 2014.

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. 182-202, 2011.