

**Relação entre a Compatibilidade de EBITDA Divulgados
pelas Companhias Listadas na B3 e as Características Corporativas**

**Relationship Between the Compatibility of Reported EBITDA by
Companies Listed on B3 and Corporate Characteristics**

Shaiane Kistner
shaiane_pk@hotmail.com

Orion Augusto Platt Neto
orion.platt@ufsc.br

Resumo

O objetivo deste artigo foi identificar as relações entre a compatibilidade dos valores dos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3, e as características corporativas ligadas ao setor de atuação, ao tempo em bolsa, ao nível de governança e ao total do ativo. A pesquisa analisou 322 companhias listadas na B3 que divulgaram EBITDA Original referente ao ano de 2021, utilizando técnicas de estatística descritiva, incluindo medidas de correlação e associação. Os resultados revelaram que características como tamanho, tempo de listagem, nível de governança e setor não possuem relações significativas com a compatibilidade do indicador obtido a partir de uma apuração independente, conforme a norma específica. Não foram verificadas tendências de superavaliação nos casos em que havia incompatibilidade do indicador. Apenas a Hipótese 6 foi confirmada, indicando aumento do número de companhias que evidenciaram o EBITDA com valores compatíveis após a edição das normas aplicáveis da CVM, a partir de 2012. O estudo contribui ao demonstrar que a conformidade do EBITDA no Brasil é influenciada mais pela regulação normativa do que por atributos corporativos, fornecendo uma base histórica para reguladores monitorarem a qualidade da informação voluntária e para investidores avaliarem riscos de incompatibilidade.

Palavras-chave: EBITDA; Divulgação Voluntária; Sociedades por Ações; não GAAP.

Abstract

The aim of the article was to identify the relationships between the compatibility of EBITDA values reported by companies listed on B3 (Brazil Stock Exchange) and corporate characteristics related to their sector, listing duration, governance level, and total assets. The research analyzed 322 companies listed on the B3 that disclosed "Original EBITDA" referring to the year 2021, using descriptive statistical techniques along with correlation and association measures. The results revealed that characteristics such as size, listing time, governance level, and sector do not have significant relationships with the compatibility of the indicator obtained from an independent calculation, according to specific standards. No trends of overvaluation were observed in cases where the indicator was incompatible. Only Hypothesis 6 was confirmed, indicating an increase in the number of companies reporting EBITDA with compatible values after the issuance of the applicable Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM – initials in Portuguese) regulations starting in 2012. The study contributes by demonstrating that EBITDA compliance in Brazil is influenced more by normative regulation than by corporate attributes, providing a historical basis for regulators to monitor the quality of voluntary information and for investors to assess incompatibility risks.

Keywords: EBITDA; Voluntary disclosure; Public Companies; non-GAAP.

1 Introdução

O presente estudo aborda o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), também conhecido como Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA). Este é um dos indicadores mais utilizados como medida de capacidade de geração de caixa operacional, popular para análises ao longo do tempo ou isoladas, e para comparação entre companhias (Kistner; Platt Neto, 2020). Tal indicador representa uma das medidas de desempenho não GAAP, ou seja, informações que recebem modificações manuais nos números contábeis, classificadas como não contábeis ou contábeis ajustados, e que não atendem aos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (*Generally Accepted Accounting Principles – GAAP*) (Nichols *et al.*, 2005; Isidro; Marques, 2020).

Pesquisas acerca de medidas não GAAP, ou *proforma*, são promissoras e atuais, pois tais medidas são indicadores recorrentes em meio aos investidores, de maneira a fornecer resumo informativo do desempenho das companhias (Black, 2016; Bradshaw *et al.*, 2018; Andrade; Murcia, 2019). Entretanto, a maior parte dos estudos acerca do tema são conduzidos internacionalmente, principalmente nos Estados Unidos da América (EUA) em decorrência da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), cuja preocupação se relaciona à má utilização dos indicadores (Black, 2016; Black *et al.*, 2018; Andrade; Murcia, 2019). Além disto, poucos estudos acerca deste tema são conduzidos no Brasil (Oliveira, 2018).

No Brasil o EBITDA não possui obrigatoriedade em sua divulgação pelas sociedades por ações, conforme a Lei n. 6.404/1976 e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em decorrência da voluntariedade desse indicador, os gestores podem divulgá-lo para atender as necessidades de informações dos *stakeholders* (Andrade; Murcia, 2019). Adicionalmente, sua divulgação serve como incentivo aos gestores para reduzir a assimetria informacional, que gera custos relacionados à seleção adversa e risco moral (Isidro; Marques, 2020).

Ainda, existe a preocupação com a confiabilidade das divulgações voluntárias. Isto porque o EBITDA é uma medida de desempenho oportuna, com sua medição relativamente barata (Isidro; Marques, 2020), constituindo prática generalizada pelas companhias (Black *et al.*, 2018). Além disso, pode ser utilizada para influenciar a percepção do investidor acerca do desempenho organizacional (Guillamon-Saorin *et al.*, 2017; Basu *et al.*, 2026), o que deixa margem para a divulgação do EBITDA por motivos oportunistas, publicando valores favoráveis quando os lucros de evidenciações obrigatórias não reportam montantes tão favoráveis (Miller, 2009; Rozenbaum, 2017). Basu *et al.* (2026) identificaram que a desatenção dos *stakeholders* quanto às informações não GAAP faz com que os gestores respondam de maneira oportunista por meio de divulgação de informações agressivas e de menor qualidade.

Apenas em 2012 o EBITDA foi regulamentado quanto à sua apuração e evidenciação, por meio da Instrução CVM n. 527 (Brasil, 2012). Até então, o indicador possuía interpretações diversas acerca de sua metodologia (Kistner; Platt Neto, 2022a). Cabe ressaltar que em 2022 tal Instrução foi revogada e substituída pela Resolução CVM n. 156 (Brasil, 2022b), apesar de não ter havido alterações relevantes das disposições vigentes até então.

Algumas peculiaridades das entidades de capital aberto brasileiras podem ser evidenciadas por conta da regulação relativamente recente do EBITDA, em relação a confiabilidade das informações publicadas e adesão à norma (Kistner; Platt Neto, 2022a). Como exemplo, a manipulação do indicador foi ressaltada por Maragno *et al.* (2014, p. 58), que afirmaram que as companhias divulgavam valores “demasiadamente otimistas”.

Noutro contexto, Kistner e Platt Neto (2020) observaram que a evidenciação do EBITDA, referente à 2018, estava relacionada com a adesão de nível de governança mais sofisticado em relação ao Tradicional, e ao porte da entidade, medido pelo total do ativo. Referente à 2021, os autores observaram relações com o tempo em que a entidade está listada em bolsa e o setor de atuação, além das características localizadas referentes à 2018 (Kistner; Platt Neto, 2023).

Adicionalmente, Kistner e Platt Neto (2022a) observaram que, referente à 2018, não havia relações significantes entre a divulgação do EBITDA compatível e os setores de atuação, o tempo de listagem em bolsa, a presença de nível de governança mais sofisticado que o Tradicional e o tamanho da entidade. Ainda, concluíram que houve aumento expressivo da compatibilidade do indicador após a publicação da Instrução CVM n. 527/2012.

Desta forma, este estudo apresenta contribuição adicional à pesquisa de Kistner e Platt Neto (2022a), por acompanhar o perfil corporativo das companhias brasileiras listadas em bolsa no que tange à compatibilidade dos EBITDA divulgados, agora em referência ao ano de 2021. O estudo original, referente ao ano de 2018, visou identificar relações entre os valores compatíveis de EBITDA evidenciados pelas companhias listadas na bolsa de valores brasileira – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) –, e o nível de governança, o tempo em bolsa, o setor de atuação e o total do ativo, conforme metodologia estabelecida na Instrução CVM n. 527/2012 (Kistner; Platt Neto, 2022a). Dentre as sugestões dos autores, consta a realização de análises similares em momento posterior, em decorrência da limitação no horizonte temporal do estudo, bem como para formar série histórica.

Apesar da relevância do EBITDA, poucos estudos foram localizados na literatura que tivessem como objetivo a verificação da fidedignidade de apuração do indicador após sua regulamentação. Pesquisas anteriores focaram na relação entre características corporativas e a decisão de divulgar o indicador, contudo observou-se a lacuna na exploração se tais características explicam a conformidade dos valores com a norma vigente. O diferencial desta pesquisa está na análise da compatibilidade técnica do valor reportado, o que permite verificar se a maturidade regulatória reduziu vieses de superavaliação identificados em estudos mais antigos.

Neste contexto, a presente pesquisa atua sob a luz da Teoria da Evidenciação Voluntária, proposta por Dye (2001). Por meio desta lente teórica, existem riscos relacionados a divulgação voluntária. Neste sentido, o presente artigo foi guiado pela seguinte questão-problema: **Quais as relações entre a compatibilidade dos valores dos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3 e suas características corporativas?**

Assim, o objetivo deste artigo é identificar as relações entre a compatibilidade dos valores dos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3 e as características corporativas ligadas ao setor de atuação, ao tempo em bolsa, ao nível de governança e ao total do ativo. A partir da divulgação dos EBITDA e suas variáveis, por parte das entidades, pode-se testar relações estatísticas de correlação e associação entre os valores compatíveis ou incompatíveis e: o tamanho, considerado pelo total do ativo; os setores de atuação; a adesão ou não a níveis de governança superiores ao Tradicional; e o tempo (em anos) que estão listadas em bolsa. Adicionalmente, pode-se observar se houve predominância na incompatibilidade do indicador, entre subavaliação e superavaliação.

A pertinência deste estudo é destacada pela percepção de diversos autores sobre o papel das medidas não GAAP na comunicação corporativa. Enquanto Schipper (2007) indica que a divulgação facultativa é motivada pelo interesse da gestão em elevar o valor da entidade, Guillamon-Saorin *et al.* (2017) e Basu *et al.* (2026) alertam que tais indicadores podem ser utilizados para manipular a percepção dos investidores sobre o desempenho real. No Brasil, autores

como Martins *et al.* (2018) e Iudícibus (2008) ressaltam que o EBITDA tornou-se uma métrica comum na prática dos analistas, o que torna a verificação de sua compatibilidade com a norma como maneira de proteger o investidor contra assimetrias informacionais. A fidedignidade desse indicador, conforme afirmado por Andrade e Murcia (2019) e Isidro e Marques (2020), é fundamental para reduzir riscos de manipulação, o que justifica a necessidade de pesquisas que monitorem se a apuração flexível do indicador é utilizada para fornecer um resumo informativo útil ou como instrumento de manobra gerencial.

Desta forma, o estudo busca contribuir ao mercado de capitais brasileiro, ao abordar os valores dos EBITDA divulgados pelas companhias e sua conformidade com a norma estabelecida e, quando incompatível, se há alguma tendência de manipulação de resultados (viés), bem como se alguma característica corporativa das entidades indica maior risco de incompatibilidade. Também, a pesquisa se justifica por contribuições ao âmbito acadêmico, visto que este artigo pode subsidiar novos estudos acerca do tema e gerar comparações históricas, além de servir como base para a formulação de novas hipóteses e questões sobre o tema.

2 Fundamentação teórica

2.1 Evidenciações voluntárias

As companhias de capital aberto assumem maior compromisso com práticas de governança corporativa, o que requer publicações mais consistentes e intensas de dados e informações aos *stakeholders*. Dentre as categorias de publicações destacam-se: as involuntárias, que ocorrem sem o aval da entidade; as voluntárias, realizadas de forma discricionária pela entidade; e as obrigatórias, exigidas por normas das autoridades reguladoras (DTTI, 1993 *apud* Skillius; Wennberg, 1998).

Em consequência da crescente cobrança por informações, as companhias suprem a necessidade informacional dos usuários por meio de divulgação de relatórios anuais mais completos (Oliveira, 2018). Desta forma, por conta do aumento de informações disponibilizadas, nos EUA a atenção dos *stakeholders* se voltou às informações não GAAP (Nichols *et al.*, 2005; Isidro; Marques, 2020).

Cabe ressaltar que, mesmo que uma companhia brasileira possa divulgar informações de caráter voluntário, a Resolução CVM n. 80 (Brasil, 2022a) estabelece que estas devem ser completas, consistentes e verdadeiras, e não devem induzir o usuário ao erro. Além disto, tais informações precisam ser elaboradas em linguagem simples, concisa, clara e objetiva (Brasil, 2022a). Assim, a divulgação de caráter voluntário surgiu da necessidade de publicar o desempenho das companhias ao mercado de maneira diferenciada, com o objetivo de orientar os usuários da informação de maneira a criar valor (Sousa *et al.*, 2014).

Neste sentido, a premissa central da Teoria da Evidenciação Voluntária, proposta por Dye (2001), consiste em que a companhia realizará publicação facultativa somente se ela for favorável à entidade. Caso contrário, não haverá evidenciação. Adicionalmente, ocorre a otimização da evidenciação caso os concorrentes da companhia façam o mesmo (Dye, 2001). Por fim, a referida Teoria permite inferir que, caso não haja divulgação de informações facultativas, ou que tais informações são evidenciadas menos do que a divulgação completa, indica que o desempenho da companhia não é muito bom (Dye, 2001).

O estudo de Isidro e Marques (2020) corrobora a Teoria, em parte, visto que verificaram que a publicação de melhores resultados não GAAP é motivada caso os concorrentes do setor industrial façam o mesmo. Adicionalmente, ao optar por realizar a divulgação voluntária, Rufino e Machado (2015) afirmam que tais informações terão maior riqueza em detalhes e maior qualidade

em relação ao exigido pelas normas.

O EBITDA constitui um dos indicadores mais difundidos mundialmente no contexto de divulgação voluntária corporativa. Seu uso se tornou evidente na década de 1970 (Coelho, 2005), em 1980 passou a ser conhecido como métrica para avaliar companhias em risco e que precisavam de reestruturação financeira (McClure, 2019). No Brasil, o indicador ganhou fama na segunda metade da década de 1990, após a queda da inflação (Iudicibus, 2008).

A utilidade do EBITDA é mensurar benefícios econômicos resultantes do desempenho operacional, utilizando o lucro como ponto de partida, e desconsiderando aspectos financeiros, despesas não pagas em dinheiro e impostos (Cornejo-Saavedra; Diaz, 2006). Em decorrência disto, o EBITDA foi considerado um “Deus” pelos analistas (Martins *et al.*, 2018), por fornecer informações sobre o desempenho das entidades e permitir a comparação entre elas (Frezatti; Aguiar, 2007; Gradilone, 2011). Além disto, indica a capacidade de geração de caixa decorrente de atividades operacionais (Macedo *et al.*, 2012).

As vantagens relacionadas ao uso do EBITDA consistem em: possibilidade de aplicação em *holdings*, ao desconsiderar o acesso à crédito; facilidade e agilidade de apuração; e ser *proxy* da capacidade de geração de fluxo operacional (Cornejo-Saavedra; Diaz, 2006). Dentre as desvantagens constam: consideração de receitas que podem não ser recebíveis no futuro; e desconsideração de investimentos em ativo imobilizado e capital de giro (Cornejo-Saavedra; Diaz, 2006).

Elfrink *et al.* (2025) demonstram que, apesar das críticas, o EBITDA é a métrica mais eficaz para prever fluxos de caixa operacionais futuros, superando o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional histórico, especialmente em empresas com grandes variações em ativos de capital, financiamento ou planejamento tributário. Contudo, os autores advertem para o uso do EBITDA Ajustado, no qual as entidades excluem itens que vão além de juros, impostos, depreciação e amortização.

A literatura internacional também destaca que a eficácia da divulgação do EBITDA não depende apenas do indicador em si, mas do ambiente institucional em que a empresa está inserida. Cormier *et al.* (2024), ao estudarem os contextos da França e do Canadá, observam que, em mercados com diferentes níveis de proteção ao investidor, a divulgação do EBITDA Ajustado tende a reduzir a assimetria informacional, sugerindo que investidores valorizam a métrica em detrimento de padrões contábeis rígidos. Entretanto, os autores reforçam que essa utilidade é condicionada à natureza dos ajustes. Enquanto exclusões de itens não recorrentes são bem aceitas, ajustes puramente oportunistas podem prejudicar a comparabilidade, o que justifica a necessidade de normas rígidas de padronização, como as estabelecidas pela CVM no Brasil.

Neste sentido, em 2012 a falta de padrão na apuração do EBITDA levou à CVM a estabelecer a Instrução CVM n. 527 (Brasil, 2012), que regia normas sobre a mensuração e publicação voluntária desse indicador não contábil. Em 2022, essa instrução foi revogada e substituída pela Resolução CVM n. 156 (Brasil, 2022b), sem alterações significativas nas disposições. Assim, a norma estabeleceu que na divulgação da métrica é necessário indicar a “. . . conciliação dos valores constantes das demonstrações contábeis . . .” (Brasil, 2022b, art. 2º, § 2º). Por isso, o EBITDA deve vir acompanhado de memória de cálculo, seguindo o padrão das variáveis exigidas pela norma.

A fórmula estabelecida pela Resolução CVM n. 156 (Brasil, 2022b, art. 3º, I) é a seguinte:

Art. 3º O cálculo do LAJIDA e do LAJIR não pode excluir quaisquer itens não recorrentes, não operacionais ou de operações descontinuadas e será obtido da seguinte forma:

I – LAJIDA - resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das

despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões;

A apuração do indicador deve basear-se nos dados informados nas demonstrações contábeis previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) (Brasil, 2022b; 2022, art. 2º). O EBITDA apurado conforme a norma da CVM é chamado na literatura científica de “EBITDA Original”. Adicionalmente, existe a possibilidade de evidenciação do “EBITDA Ajustado” (termo empregado na norma e na literatura) que se refere ao indicador ajustado “. . . por outros itens que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa” (Brasil, 2022b, art. 4º). A norma estabelece que, caso a entidade opte por evidenciar o “EBITDA Ajustado”, este deve ser indicado como “ajustado” e deve vir acompanhado do “EBITDA Original” (Brasil, 2022b, art. 5º).

2.2 Estudos anteriores envolvendo o EBITDA

No Quadro 1 constam pesquisas anteriores que verificaram a compatibilidade e/ou a consistência dos EBITDA evidenciados por companhias de capital aberto, complementados pelos estudos que fundamentam as hipóteses de pesquisa.

Quadro 1 – Estudos anteriores sobre o EBITDA

Autores	Extratos dos objetivos ou aspectos investigados / Síntese dos resultados
Colombo <i>et al.</i> (2014)	Objetivo: analisar divergências entre os EBITDA calculados pelos autores e os publicados entre 2007 e 2011 pelas companhias aptas listadas na atual B3. Resultados: 44,2% das entidades que evidenciaram o EBITDA eram compatíveis.
Maragno <i>et al.</i> (2014)	Objetivo: analisar se os EBITDA publicados referentes aos anos de 2010 a 2012 eram compatíveis com a metodologia estabelecida da Instrução CVM n. 527/2012. Resultados: as entidades incompatíveis tendiam a publicar resultados superavaliados.
Vieira e Girão (2014)	Objetivo: estudar a relevância e o impacto da vigência da Instrução CVM n. 527 para o mercado financeiro brasileira. Resultados: a entrada em vigor da Instrução resultou na diminuição dos valores evidenciados sobre o EBITDA. Os <i>stakeholders</i> consideraram mais relevantes os EBITDA Ajustados, o que demonstrou baixa relevância da regulamentação do indicador para os usuários.
Albuquerque <i>et al.</i> (2017)	Objetivo: avaliar o grau de comparabilidade do EBITDA em “. . . contas consolidadas das entidades cotadas em Portugal . . .” no ano de 2013 (p. 63). Resultados: mesmo com conceitos diferentes do EBITDA nas entidades observadas, algumas adotando as normas do <i>International Accounting Standards Board</i> (IASB) e outras adotando as normas nacionais, não houve diferença nas contas individuais da companhia consolidadora, o que manteve o nível de comparabilidade do indicador o mesmo para ambas as normas seguidas.
Mey (2019)	Objetivo: avaliar a qualidade da evidenciação da forma de cálculo dos EBITDA nas entidades listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo de 2014 até 2016. Resultados: falta qualidade na conciliação do EBITDA. Os EBITDA positivos publicados quando os ganhos eram negativos estavam negativamente associados à maior qualidade da fórmula de cálculo, ou seja, houve uso oportunista do indicador por meio de ajustes inválidos.
Mey e Lamprecht (2020)	Objetivo: estudar a utilidade da evidenciação dos EBITDA por companhias listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo de 2014 até 2016. Resultados: a inconsistência na apuração do EBITDA é possível por conta da definição abrangente nas normas contábeis e falta de requisitos explícitos. Desta forma, fica a critério da entidade a qualidade do indicador publicado. Observaram a existência de entidades que apuravam o EBITDA Ajustado e o rotulava como EBITDA Original, o que pode resultar em uma informação inútil para tomada de decisões.
Kistner e Platt Neto (2020)	Objetivo: identificar associações entre determinadas características corporativas e a evidenciação do EBITDA pelas entidades listadas na B3, referente ao ano de 2018. Resultados: o tamanho da empresa (medido pelo ativo) e a adesão a um nível de governança mais sofisticado estavam associados moderadamente com a publicação do indicador. Por outro lado, o tempo que cada companhia possuía capital aberto na bolsa de valores e o setor de atuação indicaram associações insignificantes com a evidenciação do EBITDA.

Kistner e Platt Neto (2022b)	Objetivo: identificar quantas entidades de capital aberto brasileiras evidenciaram os EBITDA referentes a 2018, em quais relatórios estavam presentes e os tipos divulgados (entre Original ou Ajustado). Resultados: 88,0% da amostra publicou algum EBITDA – destes, 90,5% evidenciaram o EBITDA Original com conciliação, conforme a Instrução CVM n. 527, e 1,8% divulgaram o EBITDA Ajustado sem o Original concomitantemente, em desacordo com a norma.
------------------------------	---

Fonte: Elaborado pelos autores.

Desta forma, observa-se que o impacto da Instrução CVM n. 527/2012, substituída pela Resolução CVM n. 156/2022, sobre a evidenciação do EBITDA foi estudado ao longo dos anos, bem como a compatibilidade (fidedignidade) do indicador apurado pelas empresas. Outros estudos pertinentes acerca do tema são abordados na seção a seguir.

2.3 Fundamentação das hipóteses

Os fundamentos teóricos das hipóteses testadas constam no Quadro 2.

Quadro 2 – Fundamentação das hipóteses de pesquisa

Relações das hipóteses	Fundamentação teórica
Hipótese 1: há associação entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e os setores específicos.	Conclusões pertinentes: Existe associação entre a evidenciação voluntária e o setor de atuação de companhias de capital aberto (Murcia; Santos, 2009). O nível de divulgação ambiental é influenciado, dentre outras variáveis, pelo setor de atuação da entidade (Braga <i>et al.</i> , 2009; Burgwal; Vieira, 2014). Companhias do setor de bens de consumo cíclico demonstram maior nível de evidenciação de informações (Magalhães <i>et al.</i> , 2011). Em países em desenvolvimento existe relação positiva entre a evidenciação de informações pelas companhias e o setor a que pertencem (Muttakin; Khan, 2014). Contrapontos: Colombo <i>et al.</i> (2014), Gaspar (2015) e Kistner e Platt Neto (2022a).
Hipótese 2: há relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e o tempo de listagem em bolsa.	Conclusões pertinentes: O tempo em que as companhias estão listadas em bolsa está associado aos níveis de divulgação e sua qualidade (Magalhães <i>et al.</i> , 2011). Maior é a divulgação de informações acerca da sustentabilidade quanto maior o tempo de atuação da entidade (Bomfim <i>et al.</i> , 2015). Contrapontos: Kistner e Platt Neto (2022a).
Hipótese 3: há relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e a adoção de algum nível diferenciado de governança corporativa.	Conclusões pertinentes: A evidenciação facultativa específica de natureza social está relacionada à governança corporativa adotada pela entidade (Cunha; Ribeiro, 2006). A divulgação voluntária de companhias de capital aberto está positivamente relacionada ao nível de governança corporativa (Murcia; Santos, 2009). A variação do índice de evidenciações por segmento é explicada pela governança corporativa praticada na entidade (Nunes <i>et al.</i> , 2020). Contrapontos: Aillón <i>et al.</i> (2013), Souza <i>et al.</i> (2016) e Kistner e Platt Neto (2022a).
Hipótese 4: há relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e o tamanho das companhias.	Conclusões pertinentes: A evidenciação ambiental está positivamente relacionada ao tamanho da entidade (Braga <i>et al.</i> , 2009). A evidenciação voluntária ocorre em maiores níveis nas companhias de maiores portes (Cormier; Magnan, 1999; Murcia; Santos, 2009). A divulgação por segmento, dentre as variáveis analisadas, possui relação apenas com o porte da entidade (Silva; Pinheiro, 2012; Schvirck <i>et al.</i> , 2013). Quanto as características econômico-financeiras, as companhias que mais divulgam informações são as maiores, medidas pelo total do ativo (Folster <i>et al.</i> , 2015). Contrapontos: Cunha e Ribeiro (2006), Magalhães <i>et al.</i> (2011), Aillón <i>et al.</i> (2013), Souza <i>et al.</i> (2016), Potrich <i>et al.</i> (2017), Nunes <i>et al.</i> (2020) e Kistner e Platt Neto (2022a).
Hipótese 5: mais da metade das companhias com	Conclusões pertinentes: As entidades podem alterar seus resultados para que estes sejam mais favoráveis a elas (Kraemer, 2005). Entre os EBITDA incompatíveis

<p>EBITDA incompatíveis os apresentarão como superavaliado.</p>	<p>divulgados de 2007 a 2011, predominava a superavaliação (Colombo <i>et al.</i>, 2014). Empresas listadas em bolsa manipulavam o EBITDA para evidenciar valores mais otimistas, para favorecer seu resultado (Maragno <i>et al.</i>, 2014). As entidades utilizavam o EBITDA para demonstrar imagem mais positiva ao mercado financeiro antes da edição de norma específica (Vieira; Girão, 2014). Houve predominância de EBITDA incompatíveis superavaliados nas companhias listadas na B3 entre 2007 e 2013 (Gaspar, 2015). Contrapontos: Kistner e Platt Neto (2022a).</p>
<p>Hipótese 6: houve aumento do número de companhias que divulgaram o EBITDA em valores compatíveis após a edição da Instrução CVM n. 527, de 2012.</p>	<p>Conclusões pertinentes: Após a edição da Instrução CVM n. 527, ao comparar divulgações de 2010 e 2012, a maioria das companhias listadas na B3 evidenciaram o EBITDA conforme estabelecido pela CVM (Maragno <i>et al.</i>, 2014). A taxa de compatibilidade do EBITDA divulgado aumentou de 50,2%, referente a 2013 (Gaspar, 2015), para 77,5%, referente a 2018, o que indicou maior adaptação à normal com o passar dos anos (Kistner; Platt Neto, 2022a).</p>

Nota: O contraponto remete a autores que não encontraram significância estatística entre a compatibilidade do EBITDA divulgado e características da hipótese formulada.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A partir das hipóteses elencadas, a formulação operacional e as variáveis específicas que as constituem constam nas seções 3.3 e 3.2, respectivamente.

3 Procedimentos metodológicos

3.1 Classificações da pesquisa e técnicas empregadas

Esta pesquisa se classifica: quanto aos objetivos, como descritiva; quanto à abordagem do problema, como predominantemente quantitativa; e quanto aos procedimentos, como documental. Foram empregadas técnicas de análise bivariada nos testes de hipóteses, que envolveram estatística descritiva, por meio do uso de tabelas de contingência ou tabelas de distribuição conjunta de frequências, medidas de correlação (variáveis quantitativas) e associação (variáveis qualitativas) e gráficos, para identificar relações entre duas variáveis (Fávero; Belfiore, 2020).

Para tais análises foram utilizadas: tabelas de distribuição conjunta de frequências; tabelas de diferenças e proporções em relação à média; Coeficiente de Determinação (R^2); Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R) – para variáveis qualitativas binárias que indicam ausência ou presença (*dummies*) e variáveis quantitativas; e Coeficiente V de Cramer (V) – para observar associações entre variáveis nominais qualitativas.

O tratamento dos dados foi realizado nas variáveis quantitativas: Total do Ativo (TA) – *proxy* do tamanho das entidades – transformado em logaritmo natural (\ln) para controlar a alta variação entre as companhias (Silva, 2008); e Anos em Bolsa (AB) – tempo em que as companhias estão listadas na bolsa de valores brasileira. Os *outliers* identificados em tais variáveis por meio do critério de amplitude interquartil ($AIQ = Q3 - Q1$) foram tratados por meio da winsorização, que ajusta em cada lado da distribuição, de maneira ordenada, um número igual de observações (Fávero *et al. apud* Fávero; Belfiore, 2020). Seguindo a abordagem de Becker (2015), que indica os percentuais usualmente arbitrados pelos pesquisadores (de 1%, 2,5% ou 10%) para substituição dos *outliers*, optou-se pelos níveis de 1% para \ln de TA e de 2,5% para AB, por atenderem os limites de dados discrepantes, apurados pela amplitude interquartil. Com isto, foram substituídas 4 observações em cada extremidade de TA (\ln), e 10 observações em cada extremidade de AB.

Foi empregada a técnica de documentação na fase de coleta de dados, por meio de consultas: nos sítios da CVM e da B3 ou nos relatórios anuais das entidades, localizados em seus sítios eletrônicos; e na base de dados da *Economática*®. Os dados do estudo foram tabulados no *Microsoft Excel*®, para produzir gráficos e tabelas. Foi utilizado o *Stata*® para apuração das

estatísticas de associação.

O uso de análises bivariadas justifica-se pelo objetivo de identificar a existência de relações diretas e associações entre a compatibilidade do EBITDA e as características corporativas isoladamente, seguindo a linha metodológica de estudos anteriores. Ao considerar que a literatura indica ausência de significância para estas variáveis em períodos anteriores, a análise bivariada é suficiente para confirmar a persistência desses resultados.

3.2 População, amostra e variáveis

Compuseram o **Universo** da pesquisa as companhias ativas listadas na B3 no ano de 2021, que estavam aptas à evidenciação do EBITDA, ou seja, excluindo aquelas do setor financeiro e as com valores nulos de ativo total e/ou de resultado líquido do período, perfazendo 395 entidades. De tais companhias, compuseram a **Amostra** apenas aquelas que disponibilizaram seus relatórios anuais referentes a 2021 e evidenciaram o EBITDA Original, resultando em 322 companhias, que representam 81,5% do Universo.

As principais variáveis presentes nas hipóteses testadas, e suas respectivas mensurações e categorias de dados, descrições, formas de abreviação e fontes de dados constam no Quadro 3.

Quadro 3 – Definição operacional e constitutiva das variáveis do estudo

Abreviações das variáveis	Nomes e descrições das variáveis	Escalas ou categorias e rótulos
TA (ln)	Total do Ativo (TA): Identifica o porte (tamanho) das cias baseado no valor total do ativo. Os valores do TA (em reais) (Fonte 1) foram ajustados para a escala logarítmica natural (ln).	N,NN
AB (Anos)	Anos em Bolsa (AB): Identifica o tempo em que as cias estão listadas na B3, medido em anos completos a partir da data de abertura de capital (Fonte 2) até 31/12/2021.	N. de anos; N,N
PNGDT (S/N)	Possui Nível de Governança diferente do Tradicional (PNGDT): Identifica se a cia pertence a algum dos segmentos com compromissos maiores de governança corporativa. “Sim” (1; presença) para as cias em todos os segmentos da bolsa ^a que não sejam o Tradicional (básico), e “Não” (0; ausência) para as cias com segmento Tradicional.	Sim / Não; 1 / 0 ^b
Setores	Setores NAICS – 1º Nível (Setores): Identifica o setor de atuação das cias, segundo o nível 1 do sistema de classificação NAICS (Fonte 1), que apresenta ajustes melhores do que outros modelos de classificação de setores (Orlovas <i>et al.</i> 2018; Souza <i>et al.</i> , 2018).	Nomes; rótulos NAICS
DEC (S/N)	Divulgou EBITDA Compatível (DEC): Informa se o EBITDA Original divulgado pela cia estava com valor compatível ao apurado (critério ^c).	Sim / Não; 1 / 0 ^b
CIE	Classificação da Incompatibilidade do EBITDA (CIE): Identifica se o EBITDA divulgado pela cia estava com o valor compatível, ou o tipo de incompatibilidade existente (critério ^c). Esta variável qualitativa policotômica foi codificada como: “1” para “Compatível”, “2” para “Subavaliado” e “3” para “Superavaliado”. Estes rótulos não possuem qualquer tipo de ordenação.	Compatível / Subavaliado / Superavaliado; 1 / 2 / 3
TCE (%)	Taxa de Compatibilidade do EBITDA (TCE): Apura a diferença relativa entre o valor do EBITDA apurado nesta pesquisa e o Original divulgado pela cia. Apuração: se $VEA < 0$, $TCE = -(VED/VEA-1)$; e se $VEA > 0$, $TCE = VED/VEA-1$. Sendo: Valor do EBITDA Divulgado (VED), em reais, divulgado pela própria entidade; e o Valor do EBITDA Apurado (VEA), em reais, apurado nesta pesquisa de maneira independente, com base nas variáveis ^e (Fonte 5).	Percentuais; 0,00%

Nota: Variáveis com referência a exercício social de 2021 encerrado. Fonte para coleta de dados das variáveis: Fonte 1 – Dados coletados na *Economatica (Screening)*. Fonte 2 – Datas de aberturas de capital coletadas nos formulários cadastrais das cias, presentes nos sites da CVM e da B3, ou nas páginas institucionais. Fonte 3 – Variáveis buscadas nos relatórios anuais de cada cia do ano de 2021, abrangendo os RA, as NE e os FR. Fonte 4 – Coletadas nas demonstrações contábeis divulgadas pelas cias e/ou na *Economatica®* (segundo o valor mais compatível para cada cia). Fonte 5 – Coletados nos relatórios anuais de cada entidade do ano de referência, abrangendo os FR, os RA e as NE. Kistner e Platt Neto (2022b) constaram que o FR e o RA são as fontes mais relevantes para localizar o EBITDA, em NE a divulgação é baixa, mas não desprezível. ^a Seguindo os seis segmentos da B3, os níveis de governança corporativa foram codificados em categorias não hierárquicas (Fonte 1): “0” para “Tradicional” (Segmento Básico); “1” para “Bovespa Mais 2”; “2” para “Bovespa Mais”; “3” para “Nível 1”; “4” para “Nível 2”; e “5” para “Novo Mercado”. ^b *Dummies* (variáveis qualitativas dicotômicas binárias codificadas), onde “1” indica “Sim” (presença) e

“0” indica “Não” (ausência). ^c Se VED igual ao VEA, considerado como compatível. Foram toleradas diferenças até 2,0% para mais ou para menos em relação ao VEA, conforme adotado por Colombo *et al.* (2014), Gaspar (2015), Kistner e Platt Neto (2022a), entre outros. EBITDA compatível se VED entre -2,00% e 2,00% de diferença. EBITDA subavaliado se VED abaixo de -2,0%. EBITDA superavaliado se VED acima de 2,0%. Tal faixa confere uma margem de tolerância diante de diferenças decorrentes de arredondamentos ou outros fatores menos relevantes. ^d Foram utilizados dados de contas contábeis para as variáveis utilizadas nos cálculos dos EBITDA (Fonte 4), conforme estabelecido pela CVM, sendo: Tributos sobre o Lucro; Receitas Financeiras; Despesas Financeiras; Resultado Financeiro; Resultado Líquido do Período; e Depreciações, Amortizações e Exaustões. ^e As variáveis empregadas na apuração dos EBITDA, que representam dados de contas contábeis (Fonte 4) estabelecidas na fórmula da Instrução CVM, são: Tributos sobre o Lucro; Resultado Líquido do Período; Receitas Financeiras; Despesas Financeiras; Resultado Financeiro; e Depreciações, Amortizações e Exaustões.

Fonte: Adaptado de Kistner e Platt Neto (2022a).

A partir das variáveis elencadas no Quadro 3 e dos conceitos de Fávero e Belfiore (2020), constatou-se que: AB e TA são quantitativas, contínuas e razão; Setores é qualitativa, policotômica e nominal; TCE (%) é quantitativa, razão e contínua; e DEC e PNGDT são qualitativas, dicotômicas e nominais. Ressalta-se que, embora qualitativas, as variáveis binárias PNGDT e DEC foram analisadas também como quantitativas nas correlações apuradas, e que as variáveis AB e TA foram analisadas também como qualitativas quando elencadas em quartis, para apurar associações.

3.3 Formulação das hipóteses

A formulação operacional das hipóteses de pesquisa consta no Quadro 4.

Quadro 4 – Hipóteses formuladas e testes estatísticos propostos

Temas das hipóteses	Hipóteses testadas
Hipótese 1: Quanto à relação entre a divulgação dos EBITDA compatíveis e os setores.	H₁: Há associação entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e os setores específicos. Testes: Coeficiente <i>V</i> de Cramer (<i>V</i>) entre “DEC (S/N)” e “Setores (5 maiores)”.
Hipótese 2: Quanto à relação entre a divulgação dos EBITDA compatíveis e o tempo em bolsa.	H₁: Há relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e o tempo de listagem em bolsa. Testes: Coeficiente <i>V</i> entre “DEC (S/N)” e “Quartis de AB”; e correlação <i>R</i> entre “DEC (S/N)” e “AB (Anos)”.
Hipótese 3: Quanto à relação entre a divulgação dos EBITDA compatíveis e os níveis de governança.	H₁: Há relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e a adoção de algum nível diferenciado de governança corporativa. Testes: Coeficientes <i>V</i> e <i>R</i> entre “DEC (S/N)” e “PNGDT (S/N)”.
Hipótese 4: Quanto à relação entre a divulgação dos EBITDA compatíveis e o tamanho das companhias.	H₁: Há relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e o tamanho das companhias. Testes: Coeficiente <i>V</i> entre “DEC (S/N)” e “Quartis de TA”; e correlação <i>R</i> entre “DEC (S/N)” e “TA (ln)”.
Hipótese 5: Quanto à predominância, nos EBITDA incompatíveis, de superavaliação.	H₁: Mais da metade das companhias com EBITDA incompatíveis os apresentarão como superavaliados. Testes: Com a tolerância de 2% para mais ou para menos: se CIE (Super) > 0,5100, demonstra tendência pela superavaliação, e corrobora <i>H₁</i> ; se CIE (Super) < 0,4900, demonstra subavaliação, e refuta tanto <i>H₁</i> quanto <i>H₀</i> ; e se 0,4900 ≤ CIE (Super) ≤ 0,5100, não há viés generalizado, confirma <i>H₀</i> e refuta <i>H₁</i> .
Hipótese 6: Quanto à apuração independente e a compatibilidade dos EBITDA divulgados.	H₁: Houve aumento do número de companhias que divulgaram o EBITDA em valores compatíveis após a edição das normas aplicáveis da CVM, a partir de 2012. Testes: Se “DEC (Sim)/n (2021)” > “DEC (Sim)/n (Média de 2012 e 2013)”, que foi de 46,8% ^a , é corroborada a <i>H₁</i> ; caso contrário, é corroborada a <i>H₀</i> . O “n” é referente ao número de cias que evidenciaram EBITDA Original nos anos abrangidos.

Nota: Siglas: H_1 = Hipótese Alternativa – é a afirmação de que existe relação entre as variáveis. Obs.: As siglas e descrição das variáveis estão dispostas na seção anterior. ^a Referente à 2012, 263 cias evidenciaram seus EBITDA, onde 114 (43,3%) foram compatíveis; referente à 2013, 261 cias o divulgaram, no qual 131 (50,2%) foram compatíveis, média de 46,8% de compatibilidade dos EBITDA divulgados em 2012 e 2013 (Gaspar, 2015). Referente à 2018, 183 (77,5%) das cias divulgaram o EBITDA compatível (Kistner; Platt Neto, 2022a).

Fonte: Adaptado de Kistner e Platt Neto (2022a).

Foram realizados testes estatísticos entre as variáveis apresentadas na seção anterior, que avaliaram as hipóteses (comprovaram ou refutaram), conforme consta no capítulo 4. A seção 2.3 apresentou os fundamentos teóricos das hipóteses de pesquisa.

3.4 Procedimentos

Foram organizadas cinco etapas para a coleta e tratamento de dados, conforme originalmente proposto por Kistner e Platt Neto (2022a), sintetizadas a seguir.

1ª Etapa: Identificar o Universo do estudo, composto pelas entidades aptas à apuração do EBITDA e ativas no ano estabelecido. Consideram-se inaptas à apuração do EBITDA aquelas do setor financeiro, e inativas as companhias com o resultado líquido e/ou TA nulos.

2ª Etapa: Consultar os relatórios anuais das entidades: Formulário de Referência (FR); Relatório da Administração (RA); e Notas Explicativas (NE). Buscar os EBITDAS Originais evidenciados nos relatórios citados, e elaborar a variável “Valor do EBITDA Divulgado” (VED).

3ª Etapa: Apurar os EBITDA segundo critérios da norma da CVM, com base nos dados das demonstrações financeiras publicadas ou na *Economática*, para obter mediante cálculo independente a variável “Valor do EBITDA Apurado” (VEA).

4ª Etapa: Confrontar os VEA com os VED de cada entidade para obter a “Taxa de Compatibilidade do EBITDA” (TCE). Identificar se houve ou não compatibilidade a partir dos percentuais de TCE, para constituir a variável “Divulgou o EBITDA Compatível” (DEC). Identificar se foi superavaliação ou a subavaliação, no caso dos EBITDA incompatíveis, constituindo a variável “Classificação da Incompatibilidade do EBITDA” (CIE).

5ª Etapa: Desenvolver tabelas de proporções, diferenças da média e contingência para as variáveis CIE e DEC, confrontadas com: quartis de AB; quartis de TA; Setores; e níveis de governança. A partir das tabelas de distribuições conjuntas, calcular os Coeficiente R e R^2 entre as variáveis DEC, AB, TA, Setores e PNGDT, e apurar os Coeficiente V de Cramer (V).

Constatou-se, na 3ª Etapa, que para uma companhia os dados da *Economática* não eram compatíveis com os evidenciados pela entidade na sua Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), conforme identificado por diferença entre as contas de Resultado Líquido do Período (RLP) do relatório anual da companhia e da *Economática*. Neste caso, foi empregado na apuração do EBITDA os dados constantes exclusivamente na demonstração financeira original da entidade. A coleta destes dados foi realizada entre os meses de dezembro de 2022 e janeiro de 2023. Constatou-se que para 90,7% das entidades da amostra os EBITDA disponibilizados pela *Economática* foram compatíveis com os apurados neste estudo, conforme o método da CVM, sendo essa taxa 2,12 pontos percentuais a menos do que identificado por Kistner e Platt Neto (2022a), referente a 2018.

4 Resultados da pesquisa

O capítulo 4 foi organizado em duas áreas. A primeira compreende a apresentação dos resultados provenientes dos testes aplicados, abrangendo as seções 4.1 a 4.6. A segunda apresenta a discussão dos resultados conforme a literatura levantada e as hipóteses formuladas, abrangendo a seção 4.7.

4.1 Associação entre os Setores e a compatibilidade do EBITDA

Foi realizada a análise entre o setor em que a companhia atua e a compatibilidade do EBITDA divulgado (DEC), bem como o tipo de incompatibilidade (CIE), por meio da Tabela 1. Optou-se por considerar os cinco maiores setores em número de companhias, com o objetivo de reduzir distorções estatísticas decorrentes de setores com poucas companhias.

Tabela 1 – Distribuição conjunta de frequências entre a compatibilidade e o tipo de incompatibilidade do EBITDA conforme cinco maiores setores, referentes a 2021 – Amostra (322 cias)

Setores na classificação NAICS – 1º Nível	Compatibilidade do EBITDA (N.º de cias e percentual)				Totais de cias
	Compatível	Incompatível			
		Superavaliado	Subavaliado	Total	
Indústria manufatureira	65 (76,5%)	7 (8,2%)	13 (15,3%)	20 (23,5%)	85 (100%)
Empresa de eletr., gás e água	42 (75,0%)	8 (14,3%)	6 (10,7%)	14 (25,0%)	56 (100%)
Construção	18 (66,7%)	4 (14,8%)	5 (18,5%)	9 (33,3%)	27 (100%)
Comércio varejista	14 (51,9%)	6 (22,2%)	7 (25,9%)	13 (48,1%)	27 (100%)
Transporte e armazenamento	19 (86,4%)	1 (4,5%)	2 (9,1%)	3 (13,6%)	22 (100%)
Demais setores	73 (69,5%)	20 (19,0%)	12 (11,4%)	32 (30,5%)	105 (100%)
Total	231 (71,7%)	46 (14,3%)	45 (14,0%)	91 (28,3%)	322 (100%)

Nota: Siglas: eletr.: eletricidade.

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

A taxa geral de compatibilidade do EBITDA das 322 companhias da amostra foi de 71,7%, enquanto a incompatibilidade atingiu 28,3% delas. Dentre os cinco maiores setores, o de “Transporte e armazenamento” apresentou a maior taxa de compatibilidade do indicador (86,4%), enquanto o de “Comércio varejista” teve o maior percentual de incompatibilidade (48,1%). Destaca-se também o setor de “Indústria manufatureira”, no qual 7 companhias tiveram EBITDA considerados subavaliados (35,0%) e 13 superavaliados (65,0%).

A associação entre DEC e os cinco maiores Setores foi medida pelo Coeficiente *V* de Cramer (*V*). Conforme os critérios de Rea e Parker (2014), o resultado indicou associação insignificante entre a divulgação do EBITDA compatível e o setor no qual a companhia está presente ($V = 0,0765$). O *V* indicou associação insignificante (0,0923) entre a classificação da incompatibilidade do EBITDA e os setores de atuação.

4.2 Associação entre o tempo em bolsa e a compatibilidade do EBITDA

A Tabela 2 demonstra as distribuições, conforme os quartis de tempo em bolsa, entre o nível de compatibilidade do EBITDA e os tipos de incompatibilidades.

Tabela 2 – Distribuição conjunta de frequências entre a compatibilidade e o tipo de incompatibilidade do EBITDA conforme os quartis de Anos em Bolsa (AB), referentes a 2021 – Amostra (322 cias)

Anos em Bolsa (AB)		Compatibilidade do EBITDA (N.º de cias e percentual)				Totais de cias
Quartis	Faixa de Anos	Compatível	Incompatível			
			Superavaliação	Subavaliação	Total	
1º Quartil	0,4 a 3,7	60 (74,1%)	9 (11,1%)	12 (14,8%)	21 (25,9%)	81 (100%)
2º Quartil	3,8 a 14,8	54 (67,5%)	15 (18,8%)	11 (13,7%)	26 (32,5%)	80 (100%)
3º Quartil	14,9 a 27,7	63 (78,8%)	13 (16,3%)	4 (5,0%)	17 (21,3%)	80 (100%)
4º Quartil	27,7 a 53,3	54 (66,7%)	9 (11,1%)	18 (22,2%)	27 (33,3%)	81 (100%)
Total das cias		231 (71,7%)	46 (14,3%)	45 (14,0%)	91 (28,3%)	322 (100%)

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

O terceiro quartil possui o maior percentual de companhias que evidenciaram o EBITDA compatível (78,8%), seguido pelo primeiro quartil (74,1%). O *V* entre os quartis de AB e DEC (0,0635) indicou associação insignificante entre a evidenciação do indicador de maneira compatível e o tempo que a companhia está listada na bolsa. Entre quartis de AB e CIE, o *V* indicou associação fraca.

4.3 Associação entre o nível de governança e a compatibilidade do EBITDA

A Tabela 3 expõe a distribuição, conforme os níveis de governança corporativa, da compatibilidade e dos tipos de incompatibilidades dos EBITDA evidenciados.

Tabela 3 – Distribuição conjunta de frequências entre a compatibilidade e o tipo de incompatibilidade do EBITDA conforme os níveis de governança, referentes a 2021 – Amostra (322 cias)

Níveis de governança	Compatibilidade do EBITDA Divulgado (N.º de cias e percentual)				Totais de cias
	Compatível	Incompatível			
		Superavaliação	Subavaliação	Total	
0 – Tradicional	66 (75,9%)	7 (8,0%)	14 (16,1%)	21 (24,1%)	87 (100%)
1 – Bovespa Mais Nível 2	0 (0,0%)	0 (0,0%)	1 (100%)	1 (100,0%)	1 (100%)
2 – Bovespa Mais	8 (61,5%)	5 (38,5%)	0 (0,0%)	5 (38,5%)	13 (100%)
3 – Nível 1	10 (55,6%)	2 (11,1%)	6 (33,3%)	8 (44,4%)	18 (100%)
4 – Nível 2	13 (76,5%)	3 (17,6%)	1 (5,9%)	4 (23,5%)	17 (100%)
5 – Novo Mercado	134 (72,0%)	29 (15,6%)	23 (12,4%)	52 (28,0%)	186 (100%)
1 a 5 – PNGDT	165 (51,2%)	39 (16,6%)	31 (13,2%)	70 (29,8%)	235 (100%)
Totais	231 (71,7%)	46 (14,3%)	45 (14,0%)	91 (28,3%)	322 (100,0%)

Nota: Sigla: PNGDT = Possui Nível de Governança diferente do Tradicional.

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

Inicialmente, observa-se na Tabela 3 que 235 (73,0%) das 322 companhias da amostra aderiram a níveis de governança mais sofisticados do que o segmento básico. Dentre as 87 companhias do nível Tradicional (código 0), 66 (75,9%) evidenciaram o EBITDA compatível. Das 235 entidades que possuíam nível de governança superior ao Tradicional (PNGDT, códigos 1 a 5), 165 (51,2%) evidenciaram o indicador compatível. Das 21 companhias do nível Tradicional que divulgaram o EBITDA incompatível, 7 (33,3%) foram superavaliados e 14 (66,7%) o foram subavaliados. E entre as 70 entidades em PNGDT com incompatibilidade no EBITDA divulgado,

39 (55,7%) foram superavaliados e 31 (44,3%) foram subavaliados.

O coeficiente *V* entre as categorias de Governança Corporativa (Tradicional e PNGDT) e DEC indicou associação insignificante (0,0557) entre a divulgação do EBITDA compatível e o nível de governança mais sofisticado da companhia. O *V* entre o nível de governança e CIE indicou associação fraca (0,1102).

4.4 Associação entre tamanho das companhias e a compatibilidade do EBITDA

A Tabela 4 apresenta a distribuição, conforme os quartis representativos do tamanho das entidades, entre a compatibilidade e os tipos de incompatibilidades do EBITDA evidenciados.

Tabela 4 – Distribuição conjunta de frequências entre a compatibilidade e o tipo de incompatibilidade do EBITDA conforme os quartis de Total do Ativo (TA), referentes a 2021 – Amostra (322 cias)

Total do Ativo (TA) (em logaritmo natural – ln)		Compatibilidade do EBITDA (N.º de cias e percentual)				Totais de cias
Quartis	Faixa de Ativo	Compatível	Incompatível			
			Superavaliação	Subavaliação	Total	
1º Quartil	17,48 a 20,96	57 (70,4%)	14 (17,3%)	10 (12,3%)	24 (29,6%)	81 (100%)
2º Quartil	20,96 a 22,13	56 (70,0%)	11 (13,8%)	13 (16,2%)	24 (30,0%)	80 (100%)
3º Quartil	22,18 a 23,32	62 (77,5%)	10 (12,5%)	8 (10,0%)	18 (22,5%)	80 (100%)
4º Quartil	23,39 a 25,90	56 (69,1%)	11 (13,6%)	14 (17,3%)	25 (30,9%)	81 (100%)
Total das cias		231 (71,7%)	46 (14,3%)	45 (14,0%)	91 (28,3%)	322 (100,0%)

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

O terceiro quartil de TA possuía o maior percentual de companhias com EBITDA evidenciados de maneira compatível (77,5%), enquanto o menor foi o segundo quartil (70,0%). Dentre as incompatibilidades do indicador, o primeiro quartil foi o que mais superavaliou o EBITDA (17,3%), e o quarto quartil foi o que mais subavaliou (17,3%).

O coeficiente *V* apurado entre quartis de TA e DEC indicou associação insignificante (0,0429) entre o tamanho da companhia e a divulgação do indicador compatível. O *V* entre quartis de TA e CIE indicou associação insignificante (0,0578) entre o tamanho da companhia e a classificação da incompatibilidade do EBITDA.

4.5 Análise geral da compatibilidade e das incompatibilidades dos EBITDA evidenciados

A Tabela 5 apresenta as distribuições de frequências das variáveis DEC e CIE.

Tabela 5 – Distribuições de frequências de DEC e CIE, referentes a 2021 – Amostra (322 cias)

Compatibilidade e tipos de incompatibilidades do EBITDA	N.º de Cias	Composições percentuais (%)	
		Entre os incompatíveis	Em relação ao total
Superavaliados	46	50,55%	14,29%
Subavaliados	45	49,45%	13,98%
Total de incompatíveis	91	100,00%	28,26%
Compatíveis	231	-	71,74%
Totais	322	-	100,00%

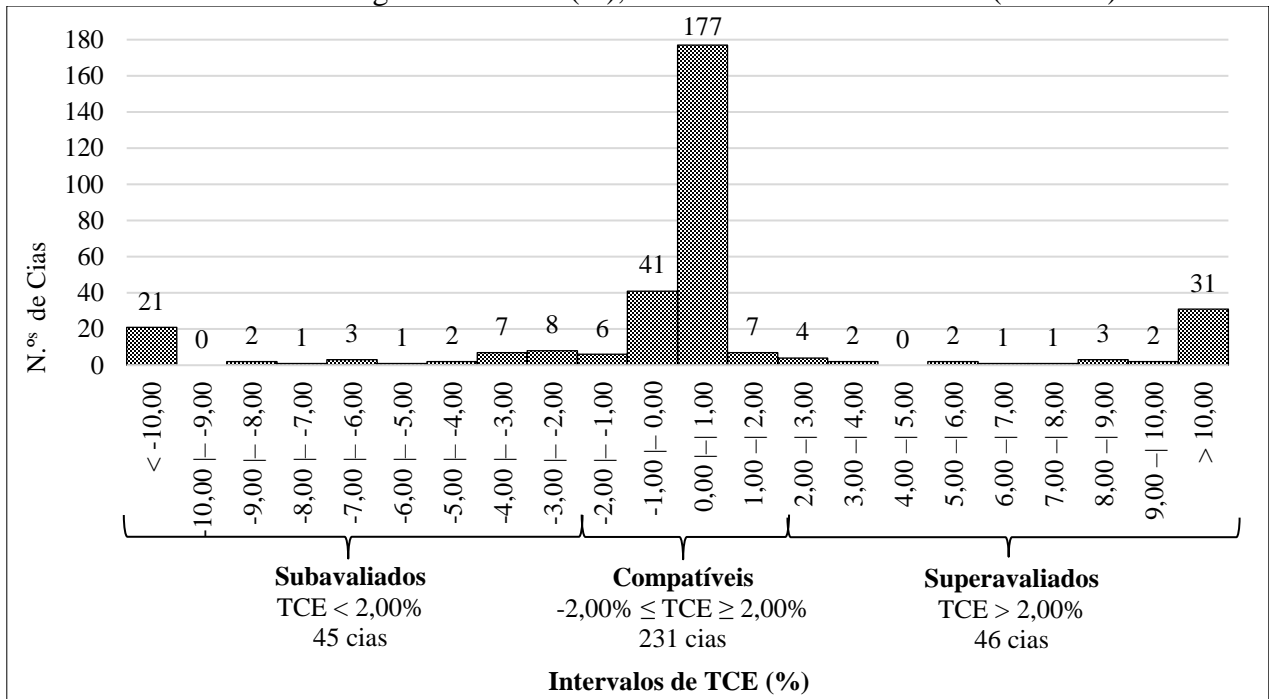
Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Observa-se que 71,7% das companhias da amostra evidenciaram o EBITDA compatível

com o apurado de forma independente na presente pesquisa, e 28,3% o divulgaram de maneira incompatível. Dentre as 91 companhias com EBITDA considerados incompatíveis, 46 foram superavaliados (50,55%) e 45 subavaliados (49,55%). Assim, houve 2,2% mais superavaliações em relação às subavaliações. Apesar de a diferença ser apenas 1,10 p.p. entre as categorias de incompatibilidade, resultando em um equilíbrio com pouco ou nenhum viés pela superavaliação.

O Gráfico 1 apresenta o histograma da Taxa de Compatibilidade do EBITDA (TCE).

Gráfico 1 – Histograma do TCE (%), referente a 2021 – Amostra (322 cias)



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

Contatou-se que a maior parte da amostra se encontrava como compatível, com percentual de TCE entre 2% e -2%, concentrada, principalmente, entre 0% e 1%. A maior parte das subavaliações ocorreram em valores menores que -10% de incompatibilidade, enquanto a maior parte das superavaliações ocorreram em valores maiores que 10%. Assim, as companhias que divulgavam o EBITDA incompatíveis tendiam a divulgá-los muito subavaliados ou muito superavaliados.

4.6 Correlações entre as variáveis

As correlações entre as variáveis estão apresentadas na Tabela 6, sendo elas: (a) AB, que indica há quanto tempo (em anos) as companhias têm ações listadas em bolsa; (b) TA, que representa o tamanho das entidades (em reais transformado em logaritmo natural); (c) PNGDT, variável binária que indica se as companhias participam ou não de algum nível de governança mais sofisticado do que o nível Tradicional; e (d) DEC, variável binária que indica se houve EBITDA compatível ou não por partes das entidades.

Cabe destacar que as variáveis DEC (dependente) e PNGDT (independente), classificadas como qualitativas binárias, possibilitam a apuração de correlações, visto que foram tratadas como *dummies* codificadas para indicar presença e ausência de características das companhias da

amostra. Segundo Barbetta (2017), variáveis que indicam a presença ou ausência de alguma característica podem ser inseridas em apurações pelo Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R), que indicará correlação de qualquer força e grau (Barbetta, 2017).

Tabela 6 – Correlações^a entre TA, AB, DEC e PNGDT, referentes a 2021 – Amostra (322 cias)

Variáveis	Divulgou EBITDA Compatível (DEC)	Anos em Bolsa (AB)	Total do Ativo (TA)	Possui Nível de Governança diferente do Tradicional (PNGDT)
DEC	1	--	--	--
AB	-0,028196	1	--	--
TA	-0,036678	0,031509	1	--
PNGDT	-0,055713	-0,382273	0,213506	1

Nota: ^a Coeficiente de Correlação Linear de Pearson (R). A força da correlação pode ser interpretada do seguinte modo, tanto no sentido positivo quanto no negativo: 0,0 indica ausência; entre 0,0 e 0,3 é fraca; entre 0,3 e 0,5 é moderada; e entre 0,5 e 1,0 é forte (Cohen, 2008, *apud* Figueiredo Filho; Silva Júnior, 2009).

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

A partir da Tabela 6, observa-se que: (a) DEC possui correlação negativa fraca com AB, TA e PNGDT. Os Coeficientes de Determinação (R²) indicaram: (a) 0,22% entre DEC e TA; (b) 0,18% entre DEC e AB; e (c) 0,11% entre DEC e PNGDT.

Por fim, destaca-se que não foram apuradas correlações envolvendo TCE (%) tanto porque não foram formuladas hipóteses a serem testadas com essa variável, quando devido ao excesso de *outliers* existentes, o que limitou eventual aplicação das técnicas de *winsorização* ou de trimização, que iriam requerer um nível superior a 91%, o que poderia distorcer as análises estatísticas em qualquer dos casos.

4.7 Discussão dos resultados

Nesta seção são abordadas as análises dos resultados da pesquisa a partir dos testes das variáveis presentes nas hipóteses formuladas.

A hipótese alternativa (H_1) da **Hipótese 1**, que supõe haver associação entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e os setores específicos, foi testada por meio do Coeficiente V de Cramer (V) entre os cinco maiores Setores e a variável DEC (Divulgou EBITDA Compatível). O V indicou associação insignificante (0,0765), de maneira que se refuta a hipótese alternativa e se aceita a hipótese nula (H_0). Desse modo, a pesquisa corrobora os achados anteriores de Colombo *et al.* (2014), Gaspar (2015) e Kistner e Platt Neto (2022a) que contrapunham a Hipótese 1, e não corrobora os estudos que fundamentaram tal hipótese. Portanto, no que tange aos cinco maiores Setores do 1º nível da NAICS, não há relação com a opção da companhia em evidenciar o EBITDA de maneira compatível.

Quanto à **Hipótese 2**, a H_1 supõe haver relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e o tempo de listagem em bolsa. O V apurado entre DEC e quartis de AB foi de 0,0635, indicando associação insignificante. O Coeficiente R foi de -0,0282 e indicou correlação negativa fraca. Com isto, a H_1 foi rejeitada, visto que as entidades com maior tempo de listagem em bolsa não tenderam a evidenciar o EBITDA mais compatível em relação às companhias com menos tempo em bolsa, referente à 2021. Este resultado corrobora a pesquisa de Kistner e Platt Neto (2022a) que não observou relação entre o tempo em que as companhias estão listadas em bolsa e a divulgação do EBITDA compatível. Adicionalmente, contrapõe as pesquisas de Magalhães *et al.* (2011) e de Bomfim *et al.* (2015), que observaram que a evidenciação de

resultados por parte das companhias é maior na medida em que o tempo de experiência no mercado aumenta, o que demonstra que para a divulgação do EBITDA em relação a 2018 (Kistner; Platt Neto, 2022a) e 2021 (presente pesquisa), tal situação não se aplica. Conforme evidenciado por Kistner e Platt Neto (2022a), a falta de relação entre a divulgação de EBITDA compatível e o tempo em bolsa pode decorrer da normatização da apuração do indicador ter ocorrido recentemente, dispondo do mesmo tempo para ajustes metodológicos dentre as companhias, independente do ano em que seu capital fora aberto, exceto se aberto após 2012 (ano da entrada em vigor da Instrução CVM n. 527).

Para a **Hipótese 3**, cuja H_1 supõe haver relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e a adoção de algum nível diferenciado de governança corporativa, foram testados os coeficientes V e R entre PNGDT (Possui Nível de Governança diferente do Tradicional) e DEC. O V apurado (0,0557) indicou associação insignificante e o R (-0,0557) indicou relação negativa fraca entre a evidenciação do EBITDA compatível e a presença de nível de governança mais sofisticado que o Tradicional, o que permite rejeitar a hipótese alternativa. Desta forma, os resultados corroboram o estudo de Souza *et al.* (2016), Aillón *et al.* (2013) e Kistner e Platt Neto (2022a), que contrapõem a Hipótese 3. O achado demonstra-se contraditório ao considerar a expectativa de que níveis de governança diferenciados estão atrelados à evidenciação de informações de maneira mais responsável e ampla por parte das companhias, conforme também observado por Kistner e Platt Neto (2022a).

A **Hipótese 4** contém uma H_1 que supõe haver relação positiva entre a compatibilidade dos EBITDA divulgados e o tamanho das companhias. O V entre os quartis TA (Total do Ativo) e DEC foi de 0,0429, o que indica associação insignificante, enquanto o R foi de -0,0367, que indicando correlação negativa fraca, de modo que se rejeita a H_1 e se confirma a H_0 . Assim, os resultados corroboram o estudo de Cunha e Ribeiro (2006), Magalhães *et al.* (2011), Aillón *et al.* (2013), Souza *et al.* (2016), Potrich *et al.* (2017), Nunes *et al.* (2020) e Kistner e Platt Neto (2022a). Não foram observadas relações entre o porte da companhia e a divulgação do EBITDA compatível. Portanto, entidades de menor porte tendem a apresentar capacidade semelhante de apuração e evidenciação do indicador com qualidade.

A **Hipótese 5**, cuja H_1 supõe que mais da metade das companhias com EBITDA incompatíveis os apresentarão como superavaliados, foi testada por meio do percentual de superavaliação, considerando a tolerância de 2% para mais ou para menos, conforme descrito nas notas do Quadro 3 e no Quadro 4. Observou-se que 50,55% dos EBITDA incompatíveis foram superavaliados, e 49,45% foram subavaliados. Assim, apesar de a maioria das incompatibilidades ser de superavaliações, considerando que a taxa não ultrapassou 51,00% da amostra (conforme o nível de tolerância de 2% estabelecido no teste da hipótese – Tabela 5), não é possível aceitar a H_1 (predominância de superavaliação). Dado o patamar entre 49,00% e 51,00%, é aceita a H_0 e rejeitada a H_1 , visto que em referência ao ano de 2021 não houve viés generalizado (nem de superavaliações nem de subavaliações). O resultado corrobora a pesquisa de Kistner e Platt Neto (2022a), que afirmam que na evidenciação do EBITDA incompatível, não foi possível afirmar que havia viés de superavaliação.

Para verificar a **Hipótese 6**, cuja H_1 afirma ter havido aumento do número de companhias que divulgaram o EBITDA em valores compatíveis após a edição das normas aplicáveis da CVM, a partir de 2012, foram comparados os dados deste estudo com os de Gaspar (2015), referentes aos anos de 2012 e 2013. Gaspar (2015) identificou a compatibilidade do EBITDA divulgado em 43,3% das entidades referentes à 2012, e 50,2% referentes à 2013. Na presente pesquisa, referente ao ano de 2021, foi observada a compatibilidade em 71,7% das companhias da amostra,

confirmando a *H₁*. Tal achado corrobora as pesquisas de Maragno *et al.* (2014) e de Kistner e Platt Neto (2022a), que afirmaram que mais entidades passaram a evidenciar o EBITDA de modo compatível após a edição da norma da CVM.

Diante dos achados deste estudo, referentes à 2021, ficou evidenciado que as características corporativas testadas não possuem relação com a compatibilidade do EBITDA divulgado pelas companhias, assim como observado por Kistner e Platt Neto (2022a), em referência a 2018. A partir deste achado, pode-se inferir que a divulgação do EBITDA deixou de ser um diferencial competitivo de empresas “melhores” e passou a ser uma exigência informacional dos *stakeholders*, o que pode justificar a ausência de significância estatística para as características corporativas. O aumento da compatibilidade do indicador mostrou-se relacionado apenas à edição da Instrução CVM n. 527.

Por fim, destaca-se que durante as coletas de dados (nos relatórios corporativos divulgados) foram observados alguns erros de digitação em variáveis nas apurações do EBITDA por parte das companhias. Entre outros aspectos, nessas divulgações havia valores corretos, porém em escala de unidades incorreta (milhares ao invés de milhões de reais, por exemplo), levando a equívocos na apuração do indicador e causando incompatibilidade do resultado (superavaliação ou subavaliação) – sem má fé aparente por parte das companhias. Contudo, cabe ressaltar que a Resolução CVM n. 80 (Brasil, 2022a) estabelece que as informações divulgadas voluntariamente devem ser consistentes e verdadeiras, e não devem induzir o usuário ao erro.

5 Conclusões

Considerou-se o objetivo deste artigo atingido – identificar as relações entre a compatibilidade dos valores dos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3 e as características corporativas ligadas ao setor de atuação, ao tempo em bolsa, ao nível de governança e ao total do ativo –, conforme os resultados demonstrados.

A partir dos resultados, cinco das seis hipóteses formuladas foram refutadas. Apenas a Hipótese 6 foi confirmada, na qual se pressupunha o aumento do número de companhias que evidenciaram o EBITDA em valores compatíveis após a edição das normas aplicáveis da CVM, a partir de 2012. Dos indicadores referentes aos anos de 2012 e 2013, a média de compatibilidade foi de 46,8% (Gaspar, 2015), aumentando para 77,5% referente à 2018 (Kistner; Platt Neto, 2022a), e com redução para 71,7% referente à 2021 (resultado da presente pesquisa). O decréscimo de 5,8 p.p. entre 2018 e 2021 pode estar relacionado à abertura de capital de novas companhias, que ainda não dispuseram do mesmo tempo para se adequar às normas sobre a divulgação do indicador. Como referência, 79 companhias (24,5% da amostra) abriram capital após 2018 (ano de referência dos achados de Kistner; Platt Neto, 2022a).

As Hipóteses 1 a 5 foram refutadas. Desta forma, as características corporativas testadas neste estudo – tamanho da empresa (total do ativo), tempo em bolsa (em anos), governança corporativa (diferenciada em relação ao segmento Tradicional) e o setor de atuação (1º nível da NAICS) – não foram suficientes para explicar a compatibilidade dos valores do EBITDA conforme a regulamentação. Também não foi identificada a existência de viés de superavaliação nas incompatibilidades do indicador. Estes achados corroboram o estudo de Kistner e Platt Neto (2022a), que também não identificou relações entre a compatibilidade do EBITDA e as características empresariais referentes ao ano de 2018, bem como e não constatou a existência de viés de superavaliação.

Ao responder à questão de pesquisa (Quais as relações entre a compatibilidade dos valores dos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3 e suas características corporativas?),

observou-se que nenhuma das variáveis representativas de características corporativas testadas apresentou relação significativa com a compatibilidade dos EBITDA evidenciados pelas companhias referentes ao ano de 2021 – apesar da alta expressividade da amostra (81,5% do Universo).

A ausência de significância estatística em cinco das seis hipóteses sugere que a qualidade das informações divulgadas de maneira voluntária, aqui representada pelo EBITDA, no Brasil alcançou um nível de padronização que não está relacionada com o porte ou da estrutura de governança da entidade. Para reguladores, isso pode indicar que a norma cumpriu seu papel de uniformização, embora a existência de 28,3% de incompatibilidades ainda exija atenção, especialmente quanto a erros operacionais de escala observados na coleta de dados. Para investidores e *stakeholders*, o achado sinaliza que não se deve presumir maior fidedignidade apenas em empresas maiores ou com governança diferenciada. Ainda, a conferência da memória de cálculo demonstra-se essencial, dado que a incompatibilidade não apresenta um viés sistemático de superavaliação, mas sim um equilíbrio entre erros positivos e negativos.

Como limitações da pesquisa, considera-se o horizonte temporal referente, exclusivamente, ao ano de 2021, o que restringe os achados a tal período. Cabe ressaltar, entretanto, que ao utilizar metodologia similar à de Kistner e Platt Neto (2022a), referente à 2018, os resultados podem complementar os resultados dos referidos autores, o que amplia o horizonte temporal das inferências realizadas em ambas as pesquisas. Destaca-se que, mesmo com maior número de companhias na amostra (236 cias referente à 2018; e 322 cias referente à 2021), as mesmas hipóteses foram aceitas ou rejeitadas pelos dois estudos, o que demonstra a possibilidade de tendência nos resultados.

Contudo, deve-se ponderar os achados como reflexo de um período, de maneira que os resultados podem ser diferentes ao analisar períodos distintos. Neste sentido, sugere-se a continuidade dos testes de hipóteses com referência a outros anos, para analisar tendências e formar série histórica dos resultados. Ainda, estudos futuros podem incorporar variáveis relacionadas a outras características das companhias, mediante literatura acerca da evidenciação corporativa. No que tange à variável independente que organiza os setores de atuação, poderia ser testado um sistema de classificação diferente do NAICS, como o sistema próprio da B3 ou o da Economatica.

Referências

AILLÓN, H. S.; SILVA, J. O.; PINZAN, A. F.; WUERGES, A. F. E. Análise das informações por segmento: divulgação de informações gerenciais pelas empresas brasileiras. **Revista Contemporânea em Contabilidade**, Florianópolis, v. 10, n. 19, p. 33-48, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n19p33>. Acesso em: 25 nov. 2025.

ALBUQUERQUE, F. H. F.; MARCELINO, M.; CARIANO, A. J. de A. A comparabilidade do EBITDA reportado pelas entidades cotadas em Portugal. **European Journal of Applied Business and Management**, Portugal, v. 3, n. 3, p. 1-21, 2017. Disponível em: <http://nidisag.isag.pt/index.php/IJAM/article/view/264>. Acesso em: 25 nov. 2025.

ANDRADE, G. V.; MURCIA, F. D. 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**, Brasília, v. 13, n. 4, p. 469-486, 2019. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v13i4.2412>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BARBETTA, P. A. **Estatística aplicada às Ciências Sociais**. 9. ed. Florianópolis: Editora da UFSC, 2015.

BASU, R.; PIERCE, S.; STEPHAN, A. The Effect of Investor Inattention on Non-GAAP Disclosure. **Journal of Financial Reporting**, [s.l.], v. x, n. xx, p. 1-26, 2026. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/JFR-2023-020>. Acesso em: 16 mar. 2026.

BECKER, J. L. **Estatística básica: transformando dados em informação**. Porto Alegre: Bookman, 2015.

BLACK, E. L. The ethical reporting of non-GAAP performance measures. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 27, n. 70, p. 7-11, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201690090>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BLACK, D. E.; CHRISTENSEN, T. E.; CIESIELSKI, J. T.; WHIPPLE, B. C. Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. **Journal of Business Finance & Accounting**, Londres, v. 45, n. 3-4, p. 259-294, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12298>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BOMFIM, E. T.; TEIXEIRA, W. S.; MONTE, P. A. Relação entre o *disclosure* da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no IBRX-100. **Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 6-28, 2015. Disponível em: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v10i1.13341. Acesso em: 25 nov. 2025.

BRADSHAW, M. T.; CHRISTENSEN, T. E.; GEE, K. H.; WHIPPLE, B. C. Analysts' GAAP earnings forecasts and their implications for accounting research. **Journal of Accounting and Economics**, Pensilvânia, v. 66, n. 1, p. 46-66, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.01.003>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BRAGA, J. P.; OLIVEIRA, J. R. S.; SALOTTI, B. M. Determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 3, n. 3, p. 81-95, 2009. Disponível em: <https://portalseer.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/3819/2790>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BRASIL. **Instrução CVM n. 527, de 4 de outubro de 2012**. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst527.html>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 25 nov. 2025.

BRASIL. **Resolução CVM n. 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022a. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BRASIL. **Resolução CVM n. 156, de 23 de junho de 2022**. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários: 2022b. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol156.html>. Acesso em: 25 nov. 2025.

BURGWAL, D. V. de; VIEIRA, R. J. O. Determinantes da divulgação ambiental em companhias abertas Holandesas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 60-78, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100006>. Acesso em: 25 nov. 2025.

COELHO, F. S. EBITDA: a busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 26, p. 41-49, 2005. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/66/66>. Acesso em: 25 nov. 2025.

COLOMBO, V. L. B.; HOFFMANN, R.; PLATT NETO, O. A.; BOLFE, C. Diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas SA e o apurado metodologicamente: estudo de 257 SA brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 5., 2014, Florianópolis. **Anais [...]**. Florianópolis: UFSC, 2014.

CORMIER, D.; MAGNAN, M. Corporate environmental disclosure strategies: determinants, costs and benefits. **The Journal of Accounting, Auditing & Finance**, Londres, v. 14, n. 4, p. 429-451, 1999. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1177/0148558X9901400403>. Acesso em: 25 nov. 2025.

CORMIER, D.; DEMARIA, S.; MAGNAN, M. Non-GAAP reporting and capital markets: contrasting France and Canada. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, [s.l.], v. 22, n. 4, p. 990-1013, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JFRA-11-2021-0383>. Acesso em: 16 mar. 2026.

CORNEJO-SAAVEDRA, E.; DIAZ, D. Medidas de ganancia: EBITDA, EBIT, utilidad neta y flujo de efectivo. **Revista Economía y Administración**, Honduras, v. 1, n. 1, p. 36-40, 2006. Disponível em: <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/127394/153%20Cornejo-Diaz.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 25 nov. 2025.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S. Divulgação voluntária de informações de natureza social: Um estudo nas empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ANPAD – ENANPAD, 30., 2006, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2006.

DYE, R. A. An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Stanford, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

ELFRINK, R.; GEE, K. H.; HILLS, R.; WHIPPLE, B. C. **The Usefulness of EBITDA**. 2025. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5127468>. Acesso em: 16 mar. 2026.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Rio de Janeiro: Editora Gen, 2020.

FIGUEIREDO FILHO, D. B.; SILVA JÚNIOR, J. A. da. Desvendando os mistérios do coeficiente de correlação de Pearson (r). **Revista Política Hoje**, Recife, v. 18, n. 1, p. 115-146, 2009. Disponível em: <https://periodicos.ufpe.br/revistas/politica hoje/article/viewFile/3852/3156>. Acesso em: 25 nov. 2025.

FOLSTER, A.; CAMARGO, R. V. W.; VICENTE, E. F. R. Management earnings forecast disclosure: a study on the relationship between EBITDA forecast and financial performance. **Gestão, Finanças e Contabilidade**, Campinas, v. 5, n. 4, p. 108-124, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v5i4.1215>. Acesso em: 25 nov. 2025.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. de. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 7-24, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.4270/ruc.20073>. Acesso em: 25 nov. 2025.

GASPAR, M. F. Z. **Diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas SA e o definido pela CVM**: estudo das companhias listadas na BM&FBOVESPA. 2015. 113 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

GUILLAMON-SAORIN, E.; ISIDRO, H.; MARQUES, A. Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. **Journal of Business Finance and Accounting**, [s.l.], v. 44, n. 3-4, p. 448-479, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12238>. Acesso em: 25 nov. 2025.

GRADILONE, C. **Para que serve o EBITDA**. Revista Exame, 2011. Disponível em: <https://exame.com/revista-exame/para-que-serve-o-ebitda-m0052337/>. Acesso em: 25 nov. 2025.

ISIDRO, H.; MARQUES, A. Industry competition and non-GAAP disclosures. **Accounting and Business Research**, Londres, v. 51, n. 2, p. 156-184, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/00014788.2020.1798209>. Acesso em: 25 nov. 2025.

IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2008.

KISTNER, S. P.; PLATT NETO, O. A. Características corporativas sobre a divulgação voluntária do EBITDA pelas companhias listadas na B3 em 2018. **Revista Conhecimento Contábil**, Mossoró, v. 10, n. 2, p. 89-110, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.31864/rcc.v10i2.2686>. Acesso em: 25 nov. 2025.

KISTNER, S. P.; PLATT NETO, O. A. Características corporativas relacionadas à compatibilidade de valores dos EBITDA divulgados pelas companhias listadas na b3. In: BRAGA, D. L. S. **Pesquisas e inovações em Ciências Humanas e Sociais: produções científicas multidisciplinares no século XXI**. Volume 1. Rio de Janeiro: Instituto Scientia, 2022a. pp. 313-346. Disponível em: <https://doi.org/10.55232/1083002.18>. Acesso em: 25 nov. 2025.

KISTNER, S. P.; PLATT NETO, O. A. Localizações e tipos de EBITDA divulgados pelas companhias listadas na B3. In: OLIVEIRA, E. J.; LOPES, R. H.; LACERDA, M. E. B.; RUWER, L. M. E.; COSTA, P. R. C. **Tópico em Administração**. Volume 47. Belo Horizonte: Revista Conhecimento Contábil – UERN, Mossoró/RN, v. 16, n. 1 – jan/jul, p. 73 - 98, 2026

Poisson, 2022b. pp. 83-96. Disponível em: <https://doi.org/10.36229/978-65-5866-225-9.CAP.07>. Acesso em: 25 nov. 2025.

KISTNER, S. P.; PLATT NETO, O. A. Relações entre as características corporativas e a divulgação voluntária do EBITDA pelas companhias listadas na B3 no ano de 2021. *In: INTERNATIONAL CONFERENCE IN MANAGEMENT AND ACCOUNTING (ICMA), V., 2023, Online. Anais [...]. Online: Unochapecó, 2023.*

KRAEMER, M. E. P. Contabilidade criativa maquiando as demonstrações contábeis. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 28, p. 1-13, 2005. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/21810/contabilidade-criativa--maquiando-as-demonstracoes-contabeis>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; MURCIA, F. D.; MACHADO, M. A. V. Análise da relevância do Ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 5, n. 1, p. 99-130, 2012. Disponível em: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/72>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MAGALHÃES, L. R. dos R.; PINHEIRO, L. E. T.; LAMOUNIER, W. M. Fatores que favorecem a compreensão da extensão da divulgação sobre partes relacionadas: estudo nas companhias listadas no novo mercado da BM&FBovespa. **Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 6, n. spe, p. 22-37, 2011. Disponível em: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v6i3.13249. Acesso em: 25 nov. 2025.

MARAGNO, L. M. D.; BORBA, J. A.; FEY, V. A. Como as empresas mais negociadas no BM&FBOVESPA divulgam o EBITDA? **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 1, p. 58-79, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.12979/8194>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Editora Atlas, 2018.

MCCLURE, B. **A clear look at EBITDA**. Investopedia, 2019. Disponível em: <https://www.investopedia.com/articles/06/ebitda.asp>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MEY, M. T. **Investigating the association between the reconciliation quality of EBITDA disclosure by JSE-listed companies and factors associated with opportunistic disclosure**. 2019. 189 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) Universidade de Stellenbosch, Stellenbosch, 2019.

MEY, M. T.; LAMPRECHT, C. 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**, Durbanville, v. 13, n. 1, p. 1-13, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.4102/jef.v13i1.488>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MILLER, J. S. Opportunistic disclosures of earnings forecasts and non-GAAP earnings

measures. **Journal of Business Ethics**, [s.l.], v. 89, n. 1, p. 03-10, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9903-0>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. dos. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>. Acesso em: 25 nov. 2025.

MUTTAKIN, M. B.; KHAN, A. Determinants of corporate social disclosure: empirical evidence from Bangladesh. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, [s.l.], v. 30, n. 1, p. 168-175, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.005>. Acesso em: 25 nov. 2025.

NICHOLS, N.; GRAY, S.; STREET, D. Pro forma adjustments to GAAP earnings: bias, materiality, and SEC action. **Research in Accounting Regulation**, [s.l.], v. 18, p. 29-52, 2005. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S1052-0457\(05\)18002-3](https://doi.org/10.1016/S1052-0457(05)18002-3). Acesso em: 25 nov. 2025.

NUNES, P. P.; SANTOS, O. M. dos; MARQUES, J. A. V. da C. Determinantes do nível de divulgação das informações por segmento (CPC 22) das empresas brasileiras de capital aberto listadas no IBrX-50. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 17, n. 42, p. 03-25, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p3>. Acesso em: 25 nov. 2025.

OLIVEIRA, N. L. **Efeito da divulgação de relatórios GAAP e não GAAP sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**. 2018. 117 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Brasília, Brasília, 2018.

ORLOVAS, A. D.; SERRA, R. G.; CARRETE, L. S. A utilização do múltiplo EV/EBITDA na precificação de IPO's no mercado brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 15, n. 37, p. 34-51, 2018. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n37p34>. Acesso em: 25 nov. 2025.

POTRICH, R.; SABADIN, M.; ANGONENSE, R.; PEREIRA, A. da S. Empresas potencialmente poluidoras: determinantes que influenciam a divulgação voluntária de informações ambientais. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 9, n. 2, p. 41-59, 2017. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/9696>. Acesso em: 25 nov. 2025.

REA, L. M.; PARKER, R. A. **Designing and conducting survey research: a comprehensive guide**. 4. ed. [s.l.]: Jossey-Bass, 2014.

ROZENBAUM, O. EBITDA and managers' investment and leverage choices. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 36, n. 1, p. 513-546, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12387>. Acesso em: 25 nov. 2025.

RUFINO, M. A.; MACHADO, M. R. Fatores determinantes da divulgação de informações voluntária social: Evidências empíricas no Brasil. **REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 9, n. 4, p. 380-396, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v9i4.1300>. Acesso em: 25 nov. 2025.

SCHIPPER, K. Required disclosures in financial reports. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 82, n. 2, p. 301-326, 2007. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/30243468>. Acesso em: 25 nov. 2025.

SCHVIRCK, E.; LUNKES, R. J.; GASPARETTO, V. Divulgação de informações por segmento: panorama da aplicação do CPC 22. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 7, n. 2, p. 131-146, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.17524/repec.v7i2.571>. Acesso em: 25 nov. 2025.

SILVA, F. de A. E.; PINHEIRO, L. E. T. Estágio atual de evidenciação e fatores que influenciam o disclosure de informações por segmentos por empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Florianópolis, v. 4, n. 3, p. 78-94, 2012. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v4i3.29897>. Acesso em: 25 nov. 2025.

SILVA, M. A. **Aplicação de leis de potência para tratamento e classificação de tamanho de empresas: uma proposta metodológica para pesquisas contábeis**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2008.

SKILLIUS, A.; WENNERBERG, U. **Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication**. Lund: The international Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University, 1998. Disponível em: <https://www.eea.europa.eu/publications/ESS09>. Acesso em: 25 nov. 2025.

SOUSA, C. B.; SILVA, A. F.; RIBEIRO, M. S.; WEFFORT, E. F. J. Valor de mercado e *disclosure* voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 6, n. 2, p. 94-115, 2014. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/4886>. Acesso em: 25 nov. 2025.

SOUZA, G. M. de; SOUSA, A. M. de; MEURER, R. M.; NORILLER, R. M.; SILVA, J. P. da. Relação do ROE com variáveis exógenas no setor Finance na América Latina. In: SIMPÓSIO DE CONTABILIDADE E FINANÇAS DE DOURADOS – SICONFI, 8., 2018. **Anais [...]**. Mato Grosso do Sul: UFGD, 2018.

SOUZA, T. da S.; SCHÄFER, J. D.; GASPARETTO, V. Análise do nível de evidenciação de informações por segmento das companhias brasileiras listadas no IBrX-50. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 8, n. 2, p. 59-75, 2016. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/8012>. Acesso em: 25 nov. 2025.

VIEIRA, C. A. M.; GIRÃO, L. F. P. Relevância da Instrução CVM 527 para o mercado de capitais: um estudo sobre a padronização do EBITDA pela CVM. **ReCont: Registro Contábil**, Maceió, v. 5, n. 2, p. 87-99, 2014. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/321758816_RELEVANCIA_DA_INSTRUCAO_CVM_527_PARA_O_MERCADO_DE_CAPITAIS_UM_ESTUDO SOBRE_A_PADRONIZACAO_DO_EBITDA_PELA_CVM. Acesso em: 25 nov. 2025.