

# GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NO CÁLCULO DO EBITDA NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DO IMPACTO DA INSTRUÇÃO NORMATIVA 527/12 DA CVM<sup>1</sup>

Mariana de Oliveira Cavalheiro<sup>2</sup>

Fernanda Gomes Victor<sup>3</sup>

## RESUMO

O EBITDA é um indicador que pode ser considerado como uma das informações que retratam o desempenho financeiro empresarial. O presente estudo tem como objetivo identificar o impacto da Instrução Normativa (IN) 527/12 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre a dinâmica de relacionamento existente entre o EBITDA e a variação líquida de caixa (VLC) das companhias. Para alcançar seus fins, foram considerados os dados de 180 empresas, ao longo de oito anos (2008 a 2015), totalizando 918 observações. Foi construído um modelo contendo os principais fatores capazes de influenciar o EBITDA, segundo a literatura contábil e de finanças, e foi avaliada a relação entre o indicador e a VLC, assumida aqui como *proxy* de gerenciamento de resultados, de forma similar ao estudo de Dechow, Kothari e Watts (1998). Após, os dados foram analisados por meio de Regressão Múltipla e método dos mínimos quadrados ordinários, incluindo-se no modelo uma variável representativa do período de vigência da IN 527/12 (anos 2012 a 2015). Os principais resultados demonstram que a dinâmica de relacionamento entre EBITDA e VLC não se alterou a partir da vigência da referida instrução, e que parte da variação do EBITDA é melhor explicada pela capacidade de geração de caixa da empresa no ano anterior do que do ano atual. Logo, ao não serem seguidas em sua totalidade pelos administradores, é possível que recomendações de caráter voluntário, como a emitida pela CVM, objeto de estudo deste trabalho, podem não gerar os resultados esperados.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de Resultados. EBITDA. Instrução Normativa.

## ACCOUNTING EARNINGS MANAGEMENT ON EBITDA CALCULATION IN BRAZILIAN PUBLIC-HELD COMPANIES: AN ANALYSYS OF THE IMPACT OF THE NORMATIVE INSTRUCTION

## ABSTRACT

EBITDA is an indicator that can be considered as an information that describe the business financial performance. This study aims to identify the impact of the Normative Instruction (IN) 527/12 from CVM referring to the relationship dynamic between EBITDA and

---

<sup>1</sup> Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no segundo semestre de 2016, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

<sup>2</sup> Graduanda do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (mariana\_ocavalheiro@hotmail.com).

<sup>3</sup> Orientadora. Professora Adjunta do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. Doutora em Administração. Mestre em Ciências Contábeis.

companies net changes in cash (VCL). To successfully reach these goals, it was considered the data from 180 enterprises, for eight year (2008 to 2015), for a total of 918 observations. A sample was built with the main factors that are able to influence the EBITDA according to accounting and financial literature, and the relation between that indicator and the VCL was evaluated, assuming here as a proxy of earnings management, similar to the study from Dechow, Kothari and Watts (1998). Later, the data were analyzed through Multiple Regression and with the ordinary least squares method, including in the pattern one representative variable from the period of application of IN 527/2012 (from 2012 to 2015). The main results showed that the relationship dynamic between EBITDA and VCL did not change from the time of the IN, and part of this EBITDA variation is better explained by company cash generation capacity from the previous year than the current one. Therefore, when they are not followed by the administrators, it is possible that voluntary recommendations, like the one provided by CVM, object of this study, may not generate the expected results.

**Keywords:** Earnings Management. EBITDA. Normative Instruction.

## 1 INTRODUÇÃO

Desde o final do século XIX, quando os banqueiros americanos começaram a solicitar as demonstrações às empresas que desejavam contrair empréstimos, a exigência e a importância das informações contábeis foram se tornando cada vez maiores (MARION, 2012). Outro fato histórico para a contabilidade e suas informações é o processo, com alcance mundial, de convergência às normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*), cujo principal objetivo foi de aumentar a qualidade da informação contábil oferecida aos usuários externos e sua comparabilidade entre empresas de diversos países.

Segundo Cochrane (2005), os objetivos da contabilidade são realizados por meio da disponibilização de informações aos usuários das demonstrações contábeis. Dentre esses, há diversos tipos de interesses e abrangência de análise: sócios, acionistas e proprietários de quotas, por exemplo, buscam principalmente por respostas sobre a rentabilidade e segurança de seus investimentos. Entretanto, para os administradores, diretores e executivos, as informações contábeis devem ser mais detalhadas para serem utilizadas em futuras tomadas de decisão da empresa (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

O termo *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (EBITDA) é utilizado para designar um indicador considerado como uma das informações que retratam o desempenho financeiro empresarial. Nos Estados Unidos, ele adquiriu notoriedade na década de 70, enquanto que no Brasil, começou a ser utilizado a partir do ano de 1994 (LOPES;

SALES, 2014). No português, o EBITDA é traduzido como LAJIDA (lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização).

Segundo Mulford e Comiskey (2005, p. 12, tradução nossa), o EBITDA pode ser considerado “uma medida de capital de giro, ativo circulante menos passivo circulante, gerados pelas operações antes de juros e impostos”. De acordo com Costa (2010), com o desenvolvimento do mercado de capitais e a presença maior da pessoa física como investidora na bolsa, esse indicador ganhou ainda maior popularidade e importância e, dessa forma, as empresas e os usuários passaram a utilizá-lo para avaliar a atratividade do negócio, entre outras informações de grande relevância, para a tomada de decisão que envolva a análise da saúde financeira da empresa.

Todavia, a contabilidade é uma ciência social que permite certa discricionariedade nas etapas de reconhecimento, mensuração e evidenciação de seus elementos (SANTOS; SCARPIN, 2011). Com isso, os relatórios contábeis estão sujeitos ao julgamento profissional, de maneira que essa liberdade poderá ser usada com inúmeros propósitos como, por exemplo, com o intuito de atender a interesses diversos e não relacionados com a melhor evidenciação da realidade econômica dos fatos. Essa manipulação estratégica dos dados é conhecida na literatura como gerenciamento de resultados (*earnings management*). Segundo Healy e Wahlen (1998), o conhecimento que os gestores têm sobre os negócios e a opção de selecionar métodos e estimativas nas demonstrações que combinem com a economia da empresa permitem que ele aumente o valor da contabilidade como uma forma de comunicação.

Devido ao fato de o EBITDA não ter a sua divulgação obrigatória e de ser um indicador bastante utilizado pelos analistas de mercado, e, com isso, ter influência significativa nas tomadas de decisão dos investidores, seu gerenciamento poderia ocorrer com certa facilidade, prejudicando a compreensão do indicador e sua comparabilidade (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM, 2012b). De acordo com Martinez (2001), é possível observar uma tendência de o reporte dos resultados negativos do EBITDA ser evitado pelas companhias.

Por consequência, em 2012 foi criada a Instrução Normativa nº 527 pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2012a), que dispõe sobre a divulgação voluntária do LAJIDA e do LAJIR (lucro antes de juros e imposto de renda). O objetivo da instrução é padronizar o cálculo desses indicadores, para que haja menos arbitrariedade e discricionariedade dos administradores na apresentação dos mesmos, e, com isso, menos espaço para o gerenciamento contábil empreendido com o intuito de influenciar o indicador.

Assim, tendo em vista a potencial prática de gerenciamento dos resultados pelos administradores e a grande utilização do EBITDA para a tomada de decisão de usuários internos e externos à empresa, foi formulado o seguinte problema de pesquisa: **qual o impacto da Instrução Normativa 527/12 da Comissão de Valores Mobiliários sobre o *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (EBITDA) das Companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa?**

Logo, o objetivo geral da pesquisa foi identificar o impacto da IN 527/12 sobre a dinâmica de relacionamento existente entre o EBITDA e a variação líquida de caixa (VLC) das companhias. O foco específico adotado na presente pesquisa parte do pressuposto de que, uma vez que a aprovação da IN 527/12 teve como objetivo limitar a discricionariedade das empresas na definição de seu valor, poderia conduzir a uma diminuição das práticas de gerenciamento de resultado das mesmas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, 2012a).

A relação de uma variável representativa do lucro e de variáveis de fluxo de caixa foi estudada por alguns autores. No caso do estudo de Dechow, Kothari e Watts (1998), também foi utilizada como *proxy* de gerenciamento a relação do lucro com o fluxo de caixa. Eles analisaram a relação do lucro, fluxo de caixa e *accruals*. Os autores evidenciaram que, na maioria das empresas de sua amostra, o lucro líquido é o melhor indicador de projeção de fluxos de caixa, do que o próprio fluxo de caixa. Da mesma forma, em um de seus modelos, os pesquisadores destacaram que, se não houvesse a utilização de *accruals* nas empresas, os resultados e os fluxos de caixa de sua amostra teriam o mesmo valor. Essa seria uma forma de analisar possíveis gerenciamentos de resultados, pois, de acordo com Carlin e Victor (2010), o gestor gerencia os resultados das empresas por meio dos *accruals*. Eles são as contas do resultado que, ainda que não sejam atribuídas dentro do período de apuração ou do regime de competência, são efetivadas pelo regime de caixa (BEUREN, COLAUTO, 2006)

Assaf Neto (2002, p. 207) destaca que quanto maior o EBITDA, mais eficiente será a formação de caixa proveniente das operações. Em seu estudo, Aguiar e Frezatti (2007) analisaram possíveis distorções no indicador realizando um cruzamento do EBITDA de cada período com o fluxo de caixa operacional do mesmo espaço de tempo. Dessa forma, eles inferiram que quanto maior fosse a diferença percentual entre o EBITDA e o fluxo de caixa operacional, maior seria a distorção da informação proporcionada pelo EBITDA como *proxy*. É válido destacar que o termo ‘distorções’ foi utilizado pelos próprios autores, contudo, ele representa, na verdade, as diferenças inerentes à própria diferença entre os regimes de caixa e de competência.

Para que o objetivo geral do estudo seja atingido, foram traçados como objetivos específicos: evidenciar, a partir da revisão de literatura, a importância do correto reconhecimento e evidenciação das informações, bem como o potencial impacto do gerenciamento de resultados para o mercado; investigar as informações divulgadas pelas companhias abertas relativas ao EBITDA, sistematizando-as para fins de análise; realizar análises e procedimentos estatísticos que permitam avaliar o comportamento do EBITDA ao longo dos anos de análise; analisar, por meio de procedimentos estatísticos, se há evidências de modificação do comportamento do EBITDA para as empresas em questão, a partir da referida instrução, visando, principalmente, identificar indícios de atenuação das práticas de gerenciamento pelas empresas. Salienta-se que esses se constituem apenas indícios, pois por uma questão de viabilidade da pesquisa, não foi possível mensurar indicadores de gerenciamento, mas apenas avaliar o comportamento da variável de interesse ao longo do período estudado.

O tema em questão foi escolhido motivado, basicamente, pela divulgação da instrução 527/2012 da CVM, que oferece uma oportunidade única de investigar de que forma a regulamentação, ainda que de caráter voluntário, afeta as companhias abertas brasileiras. Analisar os possíveis gerenciamentos de resultados desses indicadores é relevante, pois conforme destacado por Mulford e Comiskey (2005), o gerenciamento de resultados impróprio acaba por intervir com vistas a esconder a real performance operacional da empresa, criando entradas contábeis artificiais e/ou aumentando estimativas além do ponto razoável.

A CVM (2012b), em nota explicativa à Instrução 527 de 2012, afirma que os usuários são influenciados por essas informações, ao tomarem decisões econômicas, devido aos acréscimos de elementos que não estão previstos na estrutura comum das demonstrações financeiras baseadas em regulação própria e em auditorias independentes. Nesse sentido, os grandes escândalos das últimas décadas quanto à publicação de informações manipuladas das empresas norte americanas e europeias também incentivaram uma maior discussão e preocupação sobre o assunto. Como exemplos, é possível ressaltar o caso da WorldCom, dos Estados Unidos, que supervalorizou o seu EBITDA com bilhões de dólares em financiamentos utilizados para ampliar suas operações no país, além da petrolífera norte-americana Enron e a francesa de telecomunicações Vivendi, que também manipularam o EBITDA (COSTA, 2010). Essa problemática é especialmente relevante para os diversos usuários, interessados na qualidade das informações de natureza econômica e financeira ofertadas pelas empresas ao mercado.

O trabalho possui originalidade, uma vez que dentro do escopo de revisão de literatura realizada na presente pesquisa não foram constatados estudos que analisassem o gerenciamento do EBITDA no Brasil, e, em especial, foram identificados poucos estudos que tratassem do efeito de regulamentações ou orientações da CVM sobre o mesmo. O estudo mais próximo identificado nesse sentido foi o de Maragno, Borba e Fey (2014) que realizaram pesquisa similar, contudo, fizeram uso de outra metodologia para analisar seus resultados. Eles abordaram o problema de forma tanto quantitativa, quanto qualitativa, analisaram o valor apresentado do EBITDA de todas as empresas de sua amostra e, após, calcularam o indicador conforme os critérios estabelecidos pela CVM. Por fim, os autores compararam os valores encontrados para verificar a aderência das companhias à instrução.

Este artigo está assim estruturado: além desta introdução; a segunda seção traz o referencial teórico, que aborda algumas características do EBITDA, do fluxo de caixa comparado ao EBITDA, da prática de gerenciamento de resultados e de estudos similares; na sequência, apresenta-se a metodologia utilizada na pesquisa; a quarta seção mostra os resultados encontrados e, por fim, encerra-se esta pesquisa com uma breve consideração final.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem por objetivo apresentar o conceito, as vantagens e limitações do uso do indicador EBITDA. Também pretende indicar algumas definições, motivações e principais consequências do gerenciamento de resultados contábeis, além de prover uma revisão do estado da arte da pesquisa sobre o tema em estudos nacionais e internacionais.

### 2.1 DEFINIÇÃO, VANTAGENS E LIMITAÇÕES DO EBITDA

Iudícibus (2014) caracteriza o EBITDA como sendo uma medida essencialmente operacional, afirmando que, por desconsiderar os efeitos dos resultados financeiros, ele acaba por revelar o potencial para a geração de caixa operacional da empresa.

O conceito de *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization* (EBITDA), amplamente usado na análise financeira como medida de capacidade de geração operacional de caixa, é determinado pela soma do lucro operacional (antes do Imposto de renda) e as despesas não desembolsáveis (depreciação, basicamente) (ASSAF NETO, 2008, p. 152).

É possível destacar a comparabilidade do indicador com o resultado do exercício de uma empresa. “O EBITDA engloba todos os componentes operacionais e, desta forma,

compreende grande parte das receitas auferidas e despesas incorridas, o que destaca a medida em relação ao Lucro Líquido na visualização do desempenho operacional do negócio” (VASCONCELOS, 2002, p. 41).

Mulford e Comiskey (2005, p. 69, tradução nossa) falam sobre a utilização do indicador, afirmando que “o EBITDA é utilizado com frequência na criação de cláusulas financeiras nos contratos de dívida e de crédito”. A medida também pode ser utilizada para analisar a capacidade de geração de liquidez da empresa, motivada por atividades que sejam de natureza estritamente operacional, concluindo que, quanto maior o EBITDA, maior é essa capacidade (ASSAF NETO, 2012).

Assaf Neto (2012) ainda demonstra como se mensura o EBITDA, afirmando que, após se encontrar o lucro bruto (advindo da subtração do custo do produto vendido nas receitas de vendas), somente as despesas com vendas e as despesas gerais e administrativas devem ser deduzidas para achar o valor do indicador. A partir de 2005, a preocupação da CVM quanto à divulgação e cálculo do EBITDA (LAJIDA, em português) começou a ficar clara por meio do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2005 (CVM, 2005). Nele, o cálculo para obtenção do indicador fica evidenciado no item 1.9.7, ao apresentar uma demonstração do resultado do exercício (DRE) completa. Essa mensuração é demonstrada no Quadro 1:

**Quadro 1 – Mensuração do EBITDA de acordo com o item 1.9.7 do Ofício-Circular CVM nº 01/2005**

Visão resumida de medições econômicas baseadas e não baseadas nas normas contábeis, aqui apresentadas apenas para efeito de compreensão do texto.	
Receitas	
Custo das Mercadorias Vendidas	
Lucro Bruto	medição econômica baseada nas normas contábeis
Despesas de Vendas	
Despesas Administrativas	
Lucro antes dos impostos, juros depreciações e amortizações (LAJIDA)	medição não baseada nas normas contábeis, equivalente ao EBITDA – <i>earnings before interest, tax, depreciation and amortization</i>
Depreciação e Amortização	
Lucro operacional antes da tributação e dos juros (I.R. e Despesas Financeiras) (LAJIR)	medição não baseada nas normas contábeis, equivalente ao EBIT – <i>earnings before interest and tax</i>
Despesas Financeiras (de juros)	
Lucro Operacional (após despesas financeiras)	medição econômica baseada nas normas contábeis
Receitas e Despesas não operacionais	
Lucro antes dos impostos sobre a renda	
Impostos (s/ lucro: renda e contribuição social)	
Lucro Líquido	medição econômica baseada nas normas contábeis

Fonte: CVM (2005, p. 22)

É possível observar que há uma década a CVM (2005) já destacava o fato de o EBITDA não estar regido por nenhuma norma contábil e, conseqüentemente, ser passível de ser distorcido. O Órgão regulador afirma que:

Vem sendo observado pelas entidades representativas do mercado de capitais, que a informação Lajida (Ebitda) está sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas. Essa situação torna difícil compreender tanto a formação do número apresentado quanto a sua integração ou conciliação com os outros números da Demonstração do Resultado, além de não ser comparável. Essas medições, portanto, não são diretamente extraídas da mesma estrutura da demonstração do resultado construída segundo os princípios e normas contábeis, mas incluem e excluem montantes não previstos nessas normas (CVM, 2005, p. 23).

Com isso, foi criada a Instrução Normativa 527 pela CVM, em 2012, que tem como objetivo padronizar a divulgação e o cálculo do EBITDA pelas companhias abertas brasileiras. Conforme citado em seu último artigo, a instrução entrou em vigor em 2012, produzindo efeitos na divulgação do EBITDA a partir 1º de janeiro de 2013.

O artigo 2º da instrução (CVM, 2012a, p.1) determina que o cálculo do EBITDA “[...] deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 - Apresentação das Demonstrações Contábeis”. Em seu parágrafo 1º, é indicado que valores que não constem nas demonstrações contábeis referidas no artigo não devem compor o cálculo do indicador. O parágrafo 2º destaca a obrigatoriedade de uma conciliação dos valores constantes nas demonstrações contábeis referidas no artigo vir acompanhada da divulgação do cálculo do EBITDA.

Segundo o artigo 3º, quaisquer itens não recorrentes, não operacionais ou de operações descontinuadas devem ser mantidos para o cálculo do EBITDA. Ele é “[...] o resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões” (CVM, 2012a, p.1).

O artigo 4º (CVM, 2012a, p. 1) permite que a companhia exclua os resultados líquidos vinculados às operações descontinuadas no cálculo do EBITDA e o ajuste por outros itens “[...] que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa”. Em seu parágrafo 3º, é indicado que “[...] a divulgação dos valores referidos no caput deve ser acompanhada da descrição de sua natureza, bem como da forma de cálculo e da respectiva justificativa para a inclusão do ajuste” (CVM, 2012a, p. 1). O artigo 5º indica que a divulgação prevista no artigo 4º deve ser identificada pelo termo “ajustado”



Pode-se observar o objetivo da CVM de regrar o indicador, de forma que possíveis gerenciamentos de resultados no seu cálculo fossem minimizados ao máximo. O artigo 9º ressalta o dever de fiscalização do cumprimento das regras, afirmando que:

[...] a divulgação do cálculo do LAJIDA ou do LAJIR, conforme previstos nos arts. 3º e 4º desta Instrução, devem ser objeto de verificação por parte do auditor independente da companhia nos termos da norma NBC TA 720 emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade (CVM, 2012a, p. 2).

É possível destacar pontos positivos e negativos na utilização do EBITDA. Sendo assim, o Quadro 2 aponta as vantagens e limitações do indicador, baseado na revisão de literatura de Vasconcelos (2002), Santana e Lima (2004) e Diaz (2002).

**Quadro 2 - Vantagens e Limitações do EBITDA**

<b>VANTAGENS</b>	<b>LIMITAÇÕES</b>
Auxilia na decisão de mudanças na política financeira da empresa	É sensível à avaliação de estoques, principalmente ao determinar o valor de mercado de empresas
Possibilita a visualização do grau de cobertura das despesas financeiras	É inaplicável para as instituições financeiras, uma vez que as despesas financeiras, sendo parte das operações principais, deverão ser excluídas dessas empresas.
Permite um monitoramento de estratégias financeiras empreendidas	Deve-se combinar o EBITDA com outros indicadores para que melhor reflita uma situação real
Pode ser utilizado como benchmark financeiro	Seria mais explicativo se proporcionasse uma leitura do efeito dos gastos diferidos em seus valores totais
Serve de base para avaliação de empresas, uma vez que evidencia a viabilidade dos negócios (termômetro de eficiência e produtividade)	O EBITDA não interessa tanto a um investidor minoritário de longo prazo, que está preocupado com a política de dividendos da empresa.
Pode ser usado como base para pagamento de bônus a empregados	Ignora a necessidade de reposição de ativos - incoerente com o fato das empresas serem criadas para subsistir e que os ativos se depreciam com o tempo
Trata-se de uma medida globalizada	Ignora variação da necessidade de capital de giro
Possibilita conciliação das estimativas futuras de fluxo de caixa com o resultado obtido em exercícios passados	Ignora carga fiscal - ignora que os impostos representam efetivo dispêndio de caixa por não se tratarem de despesas apenas contábeis.
Por desconsiderar receitas e despesas financeiras, elimina qualquer dificuldade para fins de análise de uma eventual desvalorização da moeda.	Por desconsiderar despesas financeiras, o EBITDA pode tornar-se um indicador que não demonstra a real situação de uma empresa que possui um alto grau de endividamento, pois este pode omitir grandes prejuízos líquidos.
Facilita a comparação entre empresas do mesmo setor porque ele elimina os efeitos da estrutura de capital.	Ignora política de dividendos - desconsidera que as empresas são diferentes no que se refere à política de administração de dividendos
	Devido suas limitações, é recomendado que seja usado para avaliar companhias de baixíssimo risco de crédito e que não sejam dependentes de produtos novos ou que estejam em fase de crescimento acelerado.

Fonte: Vasconcelos (2002), Diaz (2002) e Santana e Lima (2004).

Assim, as informações dispostas no Quadro 2 evidenciam que o EBITDA possui muitos pontos positivos, porém, sua utilização deve ocorrer com bastante cautela, pois ele pode direcionar a conclusões fora da realidade da empresa. Nota-se que a facilidade de sua

obtenção e as mais variadas informações que ele fornece, além de sua fácil comparabilidade com outras empresas, fazem com que o EBITDA tenha grande popularidade pelos administradores. Lunelli (2013, p. 2) conseguiu destacar uma solução para as limitações do EBITDA, afirmando que “o EBITDA é um indicador financeiro muito relevante, mas que deve ser utilizado combinado com outros indicadores de desempenho para fornecer uma visão mais apropriada da performance da empresa”.

## 2.2 RELAÇÃO ENTRE FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL E O EBITDA

Para melhor compreensão do estudo, vale destacar alguns aspectos comparativos do fluxo de caixa com o EBITDA. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 03 define que:

O montante dos fluxos de caixa advindos das atividades operacionais é um indicador chave da extensão pela qual as operações da entidade têm gerado suficientes fluxos de caixa para amortizar empréstimos, manter a capacidade operacional da entidade, pagar dividendos e juros sobre o capital próprio e fazer novos investimentos sem recorrer a fontes externas de financiamento (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC, 2010, p. 4).

Basicamente, o CPC 03 ressalta que essas atividades operacionais são advindas das performances dos geradores de receita da empresa (CPC, 2010). Com isso, geralmente resultam de operações que são incluídas no cálculo do lucro líquido ou prejuízo do exercício.

Apesar de o EBITDA ser muitas vezes confundido com o Fluxo de Caixa Operacional, devido ao fato de os dois terem como objetivo a apuração do caixa gerado pelo negócio, é válido destacar alguns pontos que diferenciam ambos (SÁ, 2004). Moreira *et al.* (2014, p. 12) ressaltam que utilizar o EBITDA como Fluxo de Caixa Operacional pode não ser a melhor escolha em alguns casos:

O EBITDA tem a vantagem de ser um indicador facilmente calculado, o que é uma característica atraente para os analistas externos. Por outro lado, uma vez que o indicador é considerado apenas uma aproximação do fluxo de caixa operacional é preciso verificar se tal aproximação é conveniente para a utilização e perspectiva dos agentes e gestores internos à organização.

Sá (2004, p. 32) começa diferenciando os dois pelo ponto de partida do cálculo, “[...] o EBITDA parte do lucro operacional antes dos impostos. O fluxo de caixa da atividade principal parte do lucro líquido do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro”. O autor (2004) também afirma que no cálculo do EBITDA é incluído o fluxo das participações acionárias, já no fluxo de caixa operacional, não é incluído. Quanto à

consideração de entradas e saídas de caixa, o autor também compara o EBITDA com o Fluxo de Caixa Operacional:

O fluxo de caixa da atividade principal expurga os efeitos de todas as despesas que não geraram saída de caixa e de todas as entradas que não geraram entrada de caixa; o EBITDA só expurga os efeitos da depreciação e da amortização. Este detalhe representa um grande avanço do fluxo de caixa da atividade principal em relação ao EBITDA (SÁ, 2004, p.32).

Iudícibus (2014, p. 247) aponta a diferença entre o EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional quanto ao regime, afirmando sobre o EBITDA que:

[...] esse indicador não representa o valor de caixa, porém a capacidade que a empresa tem para a formação de resultado operacional. Isso porque, a priori, o cálculo está embasado nas demonstrações de resultado que é formada sob a ótica do Princípio da Competência.

Muitos estudos rejeitaram a hipótese de o EBITDA poder ser utilizado como o Fluxo de Caixa Operacional (AGUIAR; FREZATTI, 2007; SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; VICENTE *et al.*, 2007; ZANOLLA; LIMA, 2011). Sendo assim, é possível concluir que há diferenças significativas entre as medidas e, conseqüentemente, uma não deve ser confundida com a outra.

### 2.3 DEFINIÇÃO DE PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Segundo Healy e Wahlen (1998), os administradores gerenciam seus resultados ao se utilizarem de seu julgamento no relatório financeiro e ao alterarem esses relatórios estruturando transações, tendo como objetivo induzir os *stakeholders* ao erro quanto à situação econômica da empresa, ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

Já a Comissão de Valores Mobiliários procurou ressaltar no Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007 que o gerenciamento de resultados não contraria a lei, definindo-o como “[...] o julgamento arbitrário no processo de reportar as demonstrações financeiras, com o objetivo de influenciar ou manipular os números apresentados, ainda que dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal” (CVM, 2007). A CVM destaca algumas das variadas formas de gerenciar os resultados, como por meio de provisionamentos e práticas não consistentes no reconhecimento de receitas e de despesas.

O gerenciamento de resultados, além de não ser ilegal, também não fere os princípios contábeis. Ele “[...] é utilizado para descobrir o processo mediante o qual os contadores

utilizam seu conhecimento sobre as normas contábeis para manipular as cifras da empresa, sem deixar de cumprir os princípios de contabilidade” (KRAEMER, 2005, p. 43).

Sendo assim, é válido destacar que gerenciamento de resultados não é fraude contábil. Martinez (2001, p. 13) ressalta que:

É crucial entender que ‘gerenciamento’ dos resultados contábeis, não é fraude contábil. Ou seja, opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, entretanto nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gerente, este realiza suas escolhas não em função do que dita a realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos, que o levam a desejar reportar um resultado distinto.

Apesar de a existência de gerenciamento de resultados ser comprovada, ainda é difícil para os estudiosos documentarem essa prática com evidências convincentes. Outra dificuldade para eles é definir, de forma concreta, os motivos desse gerenciamento (HEALY; WAHLEN, 1998). Edmonds, Tsay e Olds (2011, p. 16, tradução nossa) defendem que “os administradores são julgados baseando-se nos relatórios financeiros da empresa ou no preço da ação da empresa no mercado, que é determinado, basicamente, pelos relatórios financeiros”.

Promoções, aumento de salários, bônus e opções de ações são algumas das recompensas dadas aos gestores por relatórios financeiros fortes. Ainda, segundo Edmonds, Tsay e Olds (2011, p. 16, tradução nossa), “[...] resultados financeiros fracos podem resultar no administrador não ser considerado para promoções, ser rebaixado de cargo, ou até demitido”.

Healy e Wahlen (1998) apresentaram três possíveis incentivos para os administradores gerenciarem os resultados contábeis das empresas. Essas motivações vêm de: i) expectativas e avaliações do mercado de capitais; ii) contratos que são criados a partir de números contábeis; e iii) regulações do governo.

O gerenciamento dos dados motivado pelo mercado de capitais foi apresentado por diversos estudiosos (HEALY, WAHLEN, 1998; MARTINEZ, 2001; RANI, HUSSAIN, CHAND, 2013;). O uso das informações contábeis pelos investidores e analistas financeiros para valorar as ações pode incentivar os administradores a manipularem os resultados na tentativa de influenciar o preço das ações a curto prazo (HEALY; WAHLEN, 1998).

Healy e Wahlen (1998) afirmam que há dois motivos para o gerenciamento de resultados incentivados por razões contratuais ser de interesse dos órgãos reguladores. Os autores (1998, p.19, tradução nossa) destacam que:

Primeiro, gerenciamento de resultados por qualquer razão pode potencialmente direcionar a demonstrações financeiras enganosas e afetar a alocação de recursos.

Segundo, o relatório financeiro é utilizado para demonstrar informações gerenciais não somente aos investidores de ações, mas também aos investidores de dívida e aos investidores representantes nos conselhos de administração.

Healy e Wahlen (1998) apresentaram três formas de a regulamentação ser incentivadora de gerenciamento de resultados: gerenciamento para contornar regulamentações da indústria, gerenciamento para reduzir o risco de investigação ou intervenção por reguladores antitruste e gerenciamento pra fins de planejamento fiscal. Eles presumiram que a última forma citada é de domínio das autoridades fiscais, que têm suas próprias regras, e, por isso, não foi discutida a evidência sobre gerenciamento de resultados para fins de planejamento fiscal em sua pesquisa.

Ainda de acordo com os autores, as evidências de o gerenciamento de resultados ser motivado por causa de regulamentações existem. Eles mostram alguns exemplos:

Regulamentos bancários requerem que os bancos cumpram certos requisitos de adequação de capital que são desenvolvidos a partir de números contábeis. As regulamentações de seguros requerem que as seguradoras atendam às condições de saúde financeira mínima (HEALY, WAHLEN, 1998, p. 23, tradução nossa).

Watts e Zimmerman (1978) concluíram em seus estudos que as empresas vulneráveis à investigação antitruste têm incentivos para manipular as informações, com o objetivo de fazer com que a empresa pareça ser menos rentável. Foi destacado, similarmente, que os administradores podem ter o mesmo incentivo em casos de a empresa estar buscando subsídio ou proteção governamental.

Apesar do grande número de incentivos para a manipulação dos resultados, vale ressaltar que ela pode trazer consequências para os mais variados usuários das informações contábeis. De acordo com Nardi *et al.* (2009, p. 17):

A prática de gerenciamento de resultados por meio de atitudes oportunistas pode trazer prejuízos aos usuários da informação contábil, devido ao fato de que os demonstrativos podem não representar a verdadeira realidade econômico-financeira da companhia e sim interesses particulares de agentes.

Para Paulo, Corrar e Martins (2007) os maiores prejudicados com a manipulação dos resultados, são os investidores, os analistas financeiros, as entidades regulamentadoras do mercado de capitais e da profissão contábil, entidades fazendárias, instituições de crédito e de financiamento, entre outros. Os investidores poderão ser afetados, pois podem possuir informações não confiáveis para auxiliá-los na decisão de alocação de seus recursos. Os analistas financeiros, por utilizarem informações que podem não ser verdadeiras, apresentarão previsões inseguras aos seus clientes.

Ainda, de acordo com Paulo, Corrar e Martins (2007), as entidades regulamentadoras do mercado de capitais e da profissão contábil buscam por novos instrumentos para evitar as práticas de gerenciamento, considerando que as mesmas se veem em situações incômodas com essa manipulação. Devido ao fato de o gerenciamento de resultados contábeis poder ser utilizado como uma tentativa de sonegar a arrecadação de tributos, as entidades fazendárias também podem ser consideradas como um dos vários usuários das informações contábeis que são prejudicados. Por fim, as instituições de crédito e de financiamento podem ser incluídas nesse grupo, pois elas acabam por não conseguir avaliar os reais riscos inseridos em suas negociações com essas empresas que manipularam seus resultados.

#### 2.4 GERENCIAMENTO DO EBITDA NA LITERATURA CONTÁBIL E FINANCEIRA

O primeiro estudo realizado no Brasil com enfoque em gerenciamento de resultados data de 2001, e foi conduzido por Antonio Lopo Martinez, em sua tese de doutorado, orientado pelo professor Sérgio de Iudícibus (BAPTISTA, 2009). O problema tratado pela pesquisa foi verificar a ocorrência de gerenciamento dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras e se elas “[...] de alguma maneira, procuram influenciar a percepção de riscos dos diversos agentes econômicos que estão associados ao mercado de capitais brasileiro” (MARTINEZ, 2001, p. 5).

Em 2007, o assunto também teve bastante repercussão, devido a suas discussões em congressos e em periódicos de circulação nacional (BAPTISTA, 2009). Como já foi comentado anteriormente, o EBITDA começou a ser utilizado no Brasil na década de 90, contudo, mesmo após anos de utilização desse indicador, ainda não há estudo que tenha como foco principal os dois assuntos unidos desta pesquisa: o EBITDA e o seu possível gerenciamento de resultados.

É válido destacar o artigo de Aguiar e Frezatti (2007, p.1), publicado na Revista Universo Contábil, que tem como tema “EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas”. O estudo buscou responder se “O EBITDA, como indicador financeiro de longo prazo, pode distorcer o foco da gestão das empresas ao proporcionar informações sobre geração de caixa operacional” (AGUIAR; FREZATTI, 2007, p. 9).

Em 2014, Maragno, Borba e Fey tiveram como foco de sua pesquisa a instrução normativa 527/12 da CVM. Com isso, os autores questionaram se as empresas brasileiras mais negociadas no BM&Fbovespa divulgaram o EBITDA conforme a instrução, tendo como base os períodos de 2010 a 2012. O problema de pesquisa foi: “[...] considerando que os

critérios estabelecidos pela instituição (CVM) são os mais adequados, as empresas divulgam metodologias de cálculo próximas à normatização?” (MARAGNO; BORBA; FEY, 2014, p.60).

Martinez (2001, p. 120) concluiu em seu estudo que “[...] os resultados atestaram que, efetivamente, a operação em mercado de capitais cria uma série de motivações para as empresas ‘gerenciarem’ os seus resultados”. Ele obteve respostas significativas para melhor compreensão do assunto, algumas delas foram: as empresas evitam reportar perdas anuais e trimestrais, evita-se reportar resultados negativos de EBITDA; empresas endividadas têm maior propensão a gerenciar seus resultados para evitar perdas e contas de depreciação, despesas com provisão para devedores duvidosos e receita não operacional ajudam na redução da variabilidade dos resultados.

Aguiar e Frezatti (2007) utilizaram as demonstrações das empresas de telefonia celular Vivo, Tim e Claro para realização da pesquisa, nos anos de 2003 e 2004. Foi concluído que, para empresas incluídas em uma econômica caracterizada por alta participação de custos fixos, a utilização do EBITDA pode distorcer a visão dos gestores internos, bem como direcionar as ações para um foco inadequado à demanda dessas companhias. Os autores (2007, p. 18) também observaram que:

Embora o EBITDA se caracterize como um indicador financeiro de longo prazo, para as empresas analisadas são representativas as distorções provocadas em termos de magnitude de variação e de tendência em relação ao fluxo de caixa operacional. Nesse sentido, considerá-lo unicamente na gestão das empresas poderá proporcionar informações imprecisas sobre a geração de caixa operacional.

Por fim, Maragno, Borba e Fey (2014) observaram que, em 2010, das 63 empresas que divulgaram o EBITDA, 23 delas já calculavam o indicador de acordo com a instrução da CVM. Em 2011, o número aumentou para 24, das mesmas 63 companhias que fizeram a divulgação. Já em 2012, após a normatização do EBITDA, 39 das 65 empresas que divulgaram o EBITDA apresentaram uma metodologia de cálculo conforme a instrução. O estudo apontou que, mesmo após a regulamentação da CVM, 26 empresas não calcularam o indicador da forma correta. Sendo assim, os autores (2014, p. 1) concluíram que “[...] a maioria das empresas não cumprem as recomendações da CVM quando não há normatização específica”. Contudo, ficou evidenciado que a maioria das empresas apresentou o EBITDA conforme o parâmetro da CVM, após a edição da instrução, em 2012.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A seguinte seção contém os aspectos metodológicos da pesquisa. As classificações quanto à abordagem do problema, ao objetivo e ao procedimento de coleta de dados são apresentadas. Além disso, a população utilizada no estudo e os procedimentos de coleta e análise de dados também são descritos.

No que se refere à classificação da pesquisa quanto à abordagem do problema, é possível considerá-la como quantitativa. Silva (2010) destaca que, nessa abordagem, a coleta de dados é realizada enfatizando-se os números, para assim obter a aceitação, ou não, da(s) hipótese(s) previamente proposta(s) pelo investigador. A adoção é adequada considerando que, para a obtenção de resposta para o problema, foi necessária a utilização de instrumentos de quantificação, a partir de informações numéricas e estatísticas.

Em relação à classificação da pesquisa quanto ao seu objetivo, foi adotado um estudo descritivo, que, de acordo com Gil (2008, p. 28) tem “[...] como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis”. A aplicação desse método se justifica pelo fato de que o trabalho apresentado teve como objetivos observar e analisar os resultados do EBITDA das empresas selecionadas, sem alterar o ambiente.

Quanto ao procedimento utilizado para a coleta de dados, foi realizada uma pesquisa documental, que, segundo Ferrari (1982, p. 255), “[...] tem por finalidade reunir, classificar e distribuir os documentos de todo gênero dos diferentes domínios da atividade humana”. Considerando que os dados para a realização do trabalho foram coletados a partir de um banco de dados da amostra, a classificação do procedimento procede.

A população selecionada é composta pelas companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&BOVESPA). Para fins práticos, foram excluídas da amostra as companhias do setor financeiro, devido ao fato de possuírem regulamentações diferentes das do setor econômico. Igualmente não foram consideradas as que não tiveram os dados necessários disponíveis para o desenvolvimento da pesquisa, isto é, as que não divulgaram o EBITDA ou alguma variável independente nos anos em questão.

O procedimento de coleta para a realização desta pesquisa se deu por meio da base de dados Econômica. Os períodos selecionados para a coleta das informações foram os anos de 2008 a 2011 (antes da instrução da CVM) e de 2012 a 2015 (após a instrução), caracterizando a pesquisa como um estudo longitudinal, ao longo de 8 (oito) anos.

A análise dos dados foi realizada utilizando-se a regressão com dados em painel, pelo método dos mínimos quadrados. A técnica permite inferir sobre a relação do EBITDA com



suas variáveis independentes (determinantes), sendo possível observar o comportamento do EBITDA antes e após a vigência da Instrução.

A variável dependente –  $\Delta EBITDA$  (variação do EBITDA de um ano para o outro) – foi regredida contra os fatores determinantes do EBITDA abordados na literatura. A partir dos objetivos apresentados no presente estudo, foi incluída uma variável *dummy* para os anos de 2012 a 2015 (cinco anos) – *DumLei* –, a fim de capturar o efeito das mudanças na legislação sobre o cálculo e a divulgação do EBITDA. Dessa forma, o modelo utilizado no estudo é descrito como (1):

$$\Delta EBITDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta EBITDA_{i,t-1} + \beta_2 VLC_{i,t} + \beta_3 VLC_{i,t-1} + \beta_4 VLC * LEI_{i,t} + \beta_5 LNVM_{i,t} + \beta_6 ENDIV_{i,t} + \beta_7 COMERCIO + \beta_8 CONSTRU + \beta_9 MAQINDUSTR + \beta_{10} TRANSPESERV + e \quad (1)$$

Onde:

$\Delta EBITDA_{i,t}$  - Variação do EBITDA da empresa i no período t

$\Delta EBITDA_{i,t-1}$  - Variação do EBITDA da empresa i no período t-1

$VLC_{i,t}$  - Variação Líquida de Caixa da empresa i no período t

$VLC_{i,t-1}$  - Variação Líquida de Caixa da empresa i no período t-1

$VLC * LEI_{i,t}$  - Variação Líquida de Caixa em relação à instrução

$LNVM_{i,t}$  – Valor de mercado da empresa i no período t

$ENDIV_{i,t}$  – Endividamento da empresa i no período t

$\beta_7, \beta_8, \beta_9$  e  $\beta_{10}$  - Variáveis de controle por setor

e – Termo de erro

Modelos dessa natureza são amplamente utilizados na literatura contábil e financeira, principalmente com o objetivo de se mensurar efeitos de legislações específicas sobre variáveis quantitativas dentro de uma janela temporal.

#### **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

No presente capítulo são apresentados os resultados do estudo, subdivididos em estatísticas descritivas da amostra, comportamento do EBITDA e análise Univariada e determinantes do EBITDA e efeito da IN 527/12.

#### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DA AMOSTRA

A amostra é composta por 180 companhias abertas, observadas ao longo de oito anos (2008-2015). Elas foram selecionadas de acordo com a disponibilidade dos seus dados, dessa forma, as empresas que não divulgaram as informações necessárias para as análises estatísticas foram excluídas. Na Tabela 1, é salientada a distribuição das 180 empresas estudadas entre setores, de acordo com a classificação disponível da Económica.

**Tabela 1 – Distribuição de amostra entre setores**

<b>Setor</b>	<b>Nº</b>	<b>Porcentagem</b>
Agro e Pesca	2	1,11%
Alimentos e Bebidas	11	6,11%
Comércio	14	7,78%
Construção	20	11,11%
Eletroeletrônicos	4	2,22%
Máquinas Industriais	4	2,22%
Minerais não Metais	3	1,67%
Outros	53	29,44%
Papel e Celulose	5	2,78%
Química	6	3,33%
Siderúrgica e Metalúrgica	12	6,67%
Software e Dados	2	1,11%
Têxtil	16	8,89%
Transporte e Serviços	16	8,89%
Veículos e peças	12	6,67%
<b>Total Geral</b>	<b>180</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: elaborada pelas autoras (2016).

De acordo com a Tabela 1, os setores mais representativos da amostra, de acordo com a classificação da Económica, são: outros, construção, têxtil e transporte e serviços, nessa ordem. Contudo, os setores têxtil e transporte e serviço ocupam a mesma posição, pois em ambos há 16 companhias. Esses setores somados correspondem a 58,33% da amostra.

A Tabela 2 evidencia algumas características das variáveis explicativas do  $\Delta$ EBITDA.

**Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis**

	<b>ATIVO</b>	<b>EBITDA</b>	<b>ENDIV.</b>	<b>GCT</b>	<b>VLC</b>
Média	5.263.369,00	564.993,40	58,69	242,32	35.981,38
Mediana	1.799.696,00	140.107,00	57,07	122,08	30,00
Máximo	121.752.954,00	21.856.212,00	271,24	41.274,11	4.954.197,00
Mínimo	2.403,00	-2.476.513,00	2,46	-27.105,42	-3.713.550,00
Desvio Padrão	9.599.965,00	1.481.495,00	28,08	1.698,00	364.083,80

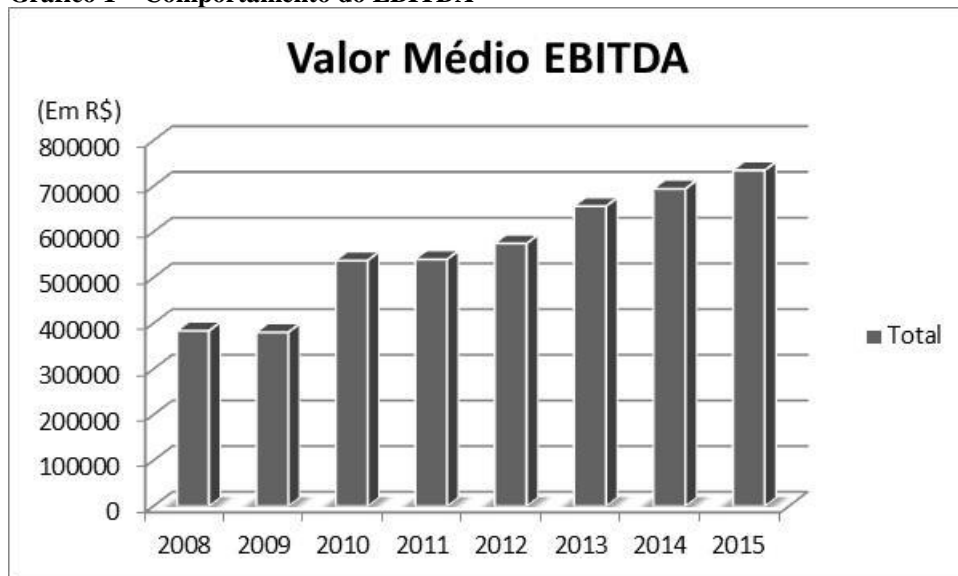
Fonte: elaborada pelas autoras a partir de dados da pesquisa (2016).

Conforme apresentado na Tabela 2, é possível observar as médias das variáveis explicativas da variação do EBITDA no período estudado. Percebe-se que houve uma média de variação líquida de caixa positiva em um valor relativamente alto, isso é, a cada ano, o caixa aumentou em média R\$35.981,38, no período estudado. Há também grande variabilidade das medidas em questão entre as empresas da amostra, fato esse destacado pelos valores mínimos, máximos e desvios-padrão das mesmas. Os dados evidenciados na Tabela 2 são úteis também para permitir ao leitor observar as duas variáveis de interesse no presente estudo: o EBITDA e a Variação Líquida de Caixa – VLC.

#### 4.2 COMPORTAMENTO DO EBITDA E ANÁLISE UNIVARIADA

Para analisar o comportamento do EBITDA no período estudado, é apresentado no Gráfico 1 o valor médio do EBITDA em cada ano observado.

**Gráfico 1 – Comportamento do EBITDA**



Fonte: elaborado pelas autoras (2016).

O gráfico longitudinal demonstra, que, de uma forma geral, houve um crescente aumento no valor do EBITDA. A exceção ocorreu no ano de 2009, quando a média do EBITDA caiu em R\$3.091,42. Em 2008, a média do EBITDA foi de R\$ 383.808,57 e, no final do período analisado, em 2015, a média foi de R\$735.103,46. Dessa forma, o EBITDA apresentou uma variação positiva total de R\$351.294,89, comparando o ano inicial (2008) com o final (2015).

Para analisar o comportamento da variação do EBITDA em relação à instrução normativa 527/12 da CVM, foi realizado também um teste de diferença de médias, observando o valor da média da variação do EBITDA antes e depois da instrução. Na Tabela 3 são apresentados os resultados obtidos.

**Tabela 3 – Teste de diferença de médias**

<b><math>\Delta</math>EBITDA</b>		
<b>PERÍODO</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>
0	54.276,86	410.442,80
1	50.143,14	520.399,90
GERAL	51.867,76	477.437,20
ANOVA	0,022438	P= 0,8810

Fonte: elaborada pelas autoras a partir de dados da pesquisa (2016).

Na coluna PERÍODO, o valor 0 (zero) representa o intervalo de tempo antes da vigência da instrução, e o valor 1 (um) representa o intervalo de tempo após a vigência da instrução. Assim, a Tabela 3 demonstra que houve uma diminuição de R\$4.133,72 no valor das médias antes e depois da IN 527/12. Segundo Anjos (2009), o teste da análise de variância (ANOVA) tem como objetivo investigar os valores das médias de uma determinada variável comparando duas situações distintas, para analisar como eles se comportaram. Com efeito, pode-se observar que não houve uma diferença significativa entre os valores das médias da variação do EBITDA antes e depois da vigência da instrução normativa.

Contudo, isso não permite qualquer afirmação acerca do gerenciamento de resultados, já que se sabe que as práticas de gerenciamento podem ser empreendidas com o objetivo de aumentar, diminuir ou estabilizar os resultados reportados (MARTINEZ, 2001). Por isso, faz-se fundamental a realização de um teste que avalie o relacionamento entre o resultado econômico evidenciado pelo EBITDA e uma medida de desempenho de caixa da empresa.

#### 4.3 DETERMINANTES DO EBITDA E EFEITO DA IN 527/12

Conforme já foi destacado, o objetivo desta pesquisa foi identificar o impacto da IN 527/12 sobre o EBITDA das companhias, partindo do pressuposto que sua aprovação teve como objetivo limitar a discricionariedade das empresas na definição de seu valor e, portanto, poderia conduzir a uma diminuição das práticas de gerenciamento de resultado das mesmas. Para tanto, foi utilizado um modelo de regressão com dados em painel pelo método dos mínimos quadrados, no qual foi utilizado como variável dependente o  $\Delta$ EBITDA (variação do

EBITDA). A apreensão dos efeitos da discricionariedade no processo de sua definição, e a variação da mesma a partir da publicação da IN foram avaliadas por meio da utilização das variáveis VLC e VLC (-1). Dessa forma, os resultados obtidos a partir da regressão, apresentada no Capítulo 3, são apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4 – Resultado da regressão**

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística- t	Probabilidade
C	-800112,9	128922,7	-6,206145	0,000
$\Delta$ EBITDA(-1)	<b>-0,159967</b>	<b>0,035086</b>	<b>-4,559317</b>	<b>0,000</b>
VLC	<b>0,230264</b>	<b>0,107419</b>	<b>2,143615</b>	<b>0,0323</b>
VLC (-1)	<b>0,45172</b>	<b>0,041518</b>	<b>10,88001</b>	<b>0,0000</b>
VLC*LEI	0,013707	0,113173	0,121117	0,9036
LNVM	<b>56265,51</b>	<b>8368,055</b>	<b>6,723846</b>	<b>0,0000</b>
ENDIV	<b>1334,806</b>	<b>547,2795</b>	<b>2,438985</b>	<b>0,0149</b>
COMERCIO	-85650,98	55366,24	-1,546989	0,1222
CONSTRUÇÃO	-87691,01	46091,21	-1,902554	0,0574
MAQINDUSTR	-14605,96	91382,81	-0,129833	0,873
TRANSPESERV	-615119,87	61982,86	-0,00253	0,3212

Fonte: elaborada pelas autoras a partir de dados da pesquisa (2016).

Nota: Variável dependente:  $\Delta$ EBITDA; Método: mínimos quadrados;

Períodos incluídos: 2008–2015; Empresas incluídas: 180; Painel total (não balanceado)

Observações: 918.

Os resultados observados na Tabela 4 indicam que podem ser considerados como variáveis explicativas da variação do EBITDA ( $\Delta$ EBITDA), o  $\Delta$ EBITDA defasado (1%), a variação líquida de caixa defasada (1%), o valor de mercado da empresa (1%), a variação líquida de caixa (VLC) (5%) e o endividamento da empresa (END) (5%). Todas as demais variáveis utilizadas não apresentaram significância estatística.

Dessa forma, não foram constatadas evidências de que a IN 527/12 tenha alterado significativamente a relação entre a variação líquida de caixa e a variação do EBITDA. Informações relevantes podem ser obtidas por meio das informações dispostas na Tabela 4. O valor e significância do coeficiente da variável  $\Delta$ EBITDA defasada indicam que há relação negativa entre a variação do EBITDA do ano atual e do ano anterior. Assim sendo, uma variação positiva do EBITDA do ano atual tende a se relacionar com uma variação negativa do EBITDA do ano anterior. Tal achado converge com a ideia de que o reconhecimento de *accruals* em determinado ano, elevando o resultado, tende a preceder o reconhecimento de lucros menores no ano subsequente. Ou seja, lançamento de resultados à menor em um ano acarreta lançamento de resultados à maior no ano seguinte e vice-versa.

As variáveis VLC e VLC (-1) indicam que a variação líquida do caixa contemporânea (no ano atual) é menos explicativa da variação do EBITDA que a variação líquida do caixa no ano precedente. Ou seja, os resultados reportados pelo EBITDA no ano atual estão mais relacionados com a capacidade de geração de caixa da empresa no ano anterior. Essa relação poderia ser explicada também pela dinâmica de reconhecimento de resultados pelo regime de caixa e competência, e sua diferença natural oriunda da apropriação dos resultados em períodos distintos.

Por fim, o sinal e a significância das variáveis LNVM e ENDIV indicam que o valor de mercado da empresa e seu nível de endividamento relacionam-se positivamente com  $\Delta$ EBITDA, ou seja, há probabilidade de constatar maiores variações do EBITDA em empresas maiores e mais endividadas.

No que tange à especificação do modelo, os resultados dos testes são apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 – Testes de especificação do modelo**

<b>Teste</b>	<b>Valor</b>
R <sup>2</sup>	0,213611
R <sup>2</sup> ajustado	0,204941
Estatística <i>Durbin-Watson</i>	1,612751
Estatística-F	24,63731
Probabilidade (Estatística F)	0,000

Fonte: elaborada pelas autoras a partir de dados da pesquisa (2016).

A Tabela 5 evidencia que há uma autocorrelação positiva entre os resíduos, uma vez que o valor da estatística *Durbin-Watson* é menor do que 2. O valor de R<sup>2</sup> representa o valor que o modelo utilizado consegue explicar da variação na variável dependente, a variação do EBITDA. Dessa forma, é observado que aproximadamente 20% da variação nessa variável consegue ser explicada pela regressão realizada e, mesmo não sendo um valor elevado, ele pode ser considerado apropriado para um estudo que não tem como objetivo a previsão de dados. Também, as variáveis incluídas no modelo são significativas em explicar a variação do  $\Delta$ EBITDA, o que pode ser constatado pelo valor e significância da estatística-F.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo teve como objetivo analisar o impacto da Instrução Normativa 527/12 da CVM sobre a dinâmica de relacionamento existente entre o EBITDA e a variação líquida de

caixa (VLC) das companhias, e, conseqüentemente, os possíveis indícios de gerenciamento de resultados no cálculo do EBITDA antes e após a instrução. Para alcançar seus fins, foi realizada uma regressão com dados em painel pelo método dos mínimos quadrados e um teste de diferença de médias para avaliar o impacto da instrução normativa no cálculo do EBITDA. A motivação da pesquisa se deu pelos diversos escândalos envolvendo gerenciamento de resultados na última década, bem como o estudo de Maragno, Borba e Fey (2014), que analisaram a aderência das companhias abertas à instrução da CVM e concluíram que a maioria das empresas apresentou o EBITDA conforme o parâmetro da CVM, após a edição da instrução, em 2012.

Os principais resultados evidenciaram que ao longo do período estudado, o valor médio do EBITDA se comportou, de forma geral, de modo crescente. A amostra selecionada foi composta, principalmente, por companhias dos setores outros, construção, têxtil e transporte e serviços, de acordo com a classificação dada pela base de dados Economatica. Foi realizada uma comparação entre o valor das médias do  $\Delta$ EBITDA (variação do EBITDA) antes e após a vigência da IN 527/12 da CVM, e pode-se constatar que entre um período e outro, a diferença foi de uma diminuição de R\$4.133,72 no valor das médias. Contudo, para inferir se houve ou não diferença significativa entre os valores das médias do indicador, comparando os dois períodos distintos, foi realizado o teste de análise de variância (ANOVA), que mostrou que há indícios de que a instrução normativa 527 da CVM de 2012 não teve o efeito esperado e não alterou de forma significativa a maneira como o EBITDA é calculado.

Por meio da regressão realizada, pode-se observar uma tendência de que o  $\Delta$ EBITDA do ano atual e o  $\Delta$ EBITDA do ano anterior se comportam em sentidos opostos. Isto é, há indícios de que um lançamento de resultados à menor em um ano acarreta lançamento de resultados à maior no ano seguinte e vice-versa. Adicionalmente, ao analisar a relação da variação do EBITDA -  $\Delta$ EBITDA- com a variação líquida de caixa - VLC- do ano atual e do ano anterior, observou-se que os valores do EBITDA no ano atual estão mais relacionados com a capacidade de geração de caixa da empresa do ano anterior do que do ano atual. Esses resultados poderiam indicar um possível indício de gerenciamento de resultados do EBITDA, devido ao fato de que os *accruals* estariam sendo lançados conforme a discricionariedade do administrador.

Como limitações da presente pesquisa, pode-se salientar que a metodologia empregada não mede necessariamente os *accruals* e os *accruals* discricionários para inferir sobre um possível gerenciamento de resultados, e sim analisa o relacionamento entre a variação do EBITDA e a variação líquida de caixa, observando se a relação entre as duas variáveis mudou

drasticamente após a vigência da instrução. Embora o  $R^2$  possa ser considerado satisfatório para um estudo dessa natureza, podem existir variáveis explicativas do EBITDA omitidas no modelo. Da mesma forma, as variações ocorridas dos anos 2008-2011 e 2012-2015 não necessariamente se deram em virtude da instrução normativa, ou seja, pode haver outros fatores que influenciaram mudanças em seu comportamento.

Sugere-se, em pesquisas futuras, que sejam utilizados como *proxy* de gerenciamento também os *accruals*, diferenciando *accruals* discricionários dos não-discricionários, para inferir se havia gerenciamento de resultados no cálculo do EBITDA antes da instrução normativa e se a situação mudou, ou não, depois. Para tanto, poderia ser realizada uma comparação, calculando os *accruals* antes e depois da instrução e, dessa forma, seria possível mostrar o seu impacto na maneira como o EBITDA é calculado.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson; FREZATTI, Fábio. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 07-24, set./dez. 2007.

ANJOS, A. dos. **Análise de Variância**. Curitiba: [s.l.], 2009. Disponível em: <<http://www.est.ufpr.br/ce003/material/cap7.pdf>> Acesso em: 15 nov. 2016

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanço**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

\_\_\_\_\_. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BAPTISTA, Evelyn. Teoria em gerenciamento de resultados. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 3, n. 2, p. 05-20, maio/ago. 2009.

BEUREN, Ilse; COLAUTO, Romualdo. Um estudo sobre a influência de *accruals* na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.10 n. 2, Abr./Jun. 2006

COCHRANE, Teresinha. Principal objetivo da contabilidade: informações contábeis. **Jornal O Povo**, São Paulo, jun. 2005. Disponível em: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:QPttp8N2qA4J:www.planejamento.tributario.ufc.br/artigo%2520%2520principal%2520objetivo%2520da%2520contabilidade.do.c+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br>>. Acesso em: 19 set. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2)**. Demonstração dos Fluxos de Caixa. 2010. Disponível em:



<[http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183\\_CPC\\_03\\_R2\\_rev%2004.pdf](http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183_CPC_03_R2_rev%2004.pdf)>. Acesso em: 27 out. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Instrução nº 527/12, de 04 de Outubro de 2012.** Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Rio de Janeiro, 2012a. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst527.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2015.

\_\_\_\_\_. **Nota explicativa à instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012.** Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Rio de Janeiro, 2012b. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/nota/anexos/nota527.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. **Ofício-circular CVM/SNC/SEP Nº 01/2007.** Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas. Rio de Janeiro, fev. 2007. Disponível em: <[http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01\\_2007.asp](http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp)>. Acesso em: 14 de out. 2015.

\_\_\_\_\_. **Ofício-circular CVM/SNC/SEP Nº 01/2005.** Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas. Rio de Janeiro, fev. 2005. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01-2005.asp>>. Acesso em: 15 out. 2015.

COSTA, Ana. **Ebitda:** essa moda pode acabar? nov. 2010. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/noticia/economia/ebitda-essa-moda-pode-acabar>>. Acesso em: 28 abr. 2016.

EDMONDS, Thomas; TSAY, Bor-Yi; OLDS, Phillip. **Fundamental managerial accounting concepts.** 6. ed. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2011.

DECHOW, Patricia.; KOTHARI, S.; WATTS, Ross. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], n. 25, p. 133-16, 1998.

DIAZ, Fábio. **EBITDA:** uma visão crítica. São Paulo: EAESP/FGV, 2002.

CARLIN, Diego; VICTOR, Fernanda. Fatores motivadores e limitadores do alisamento de resultados (income smoothing) pelas empresas listadas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 34., 2010, Rio de Janeiro, **Anais...**, Rio de Janeiro, 2010.

FERRARI, Alfonso. **Metodologia da pesquisa científica.** São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.

GIL, Antonio. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 6. ed. São Paulo: Atlas. 2008.

HEALY, Paul Murray; WAHLEN, James Michael. **A review of earnings managment literature and its implications for standard setting.** SSRN, nov. 1998. Disponível em:

<<http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=100104064008116105070112091017080126028049030043069035029011096021109006097012092125090003112108087065061064070067005104085095004006081031020065076077124079081086087070103080108097029001&EXT=pdf>>. Acesso em: 20 set. 2015.

IUDÍCIBUS, Sergio. **Análise de balanços**. São Paulo: Atlas, 2014.

\_\_\_\_\_.; MARTINS, Eliseu; KANITZ, Stephen; RAMOS, Alkíndar; CASTILHO, Edison; BENATTI, Luiz; WEBER FILHO, Eduardo; DOMINGUES JÚNIOR, Ramon. **Contabilidade introdutória**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

KRAEMER, Maria. Contabilidade criativa: maquiando as demonstrações contábeis. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 28, p. 42-51, maio/jul. 2005.

LOPES, Daniela; SALES, Aparecido. A importância e vantagens da análise do EBITDA para avaliação de ações - estudo de caso na empresa gol. **Revista Eletrônica Gestão e Negócios**, vol 5, n. 1., 2014. Disponível em:

<[http://www.uninove.br/marketing/fac/publicacoes\\_pdf/administracao/v5\\_n1\\_2014/Daniela.pdf](http://www.uninove.br/marketing/fac/publicacoes_pdf/administracao/v5_n1_2014/Daniela.pdf)>. Acesso em: 10 nov. 2015.

LUNELLI, Reinaldo. EBITDA – Como calcular? **Portal de Contabilidade**. 2013.

Disponível em: <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/calculodoebitda.htm>>. Acesso em: 25 out. 2015.

MARAGNO, Lucas; BORBA, José; FEY, Vladimir. 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, jan./abr. 2014.

MARION, José. **Análise das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINEZ, Antônio. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 150 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MOREIRA, Angélica; JONES, Graciela; TAVARES, Marcelo; FEHR, Lara; SILVA FILHO, Onofre. Um estudo comparativo do EBITDA e do fluxo de caixa operacional em empresas brasileiras do setor de telecomunicações. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v. 4, n. 3, p. 05-22, set./dez. 2014.

MULFORD, Charles; CHOMISKEY, Eugene. **Creative cash flow reporting: uncovering sustainable financial performance**. Nova Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005.

NARDI, Paula; NAKAO, Sílvio; SIVA, Ricardo; VALLE, Maurício. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, FURB, v. 5, n. 4, p. 06-26, 2009.

PAULO, Edilson, CORRAR, Luiz; MARTINS, Eliseu. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 1, p. 46-59, 2007.

RANI, Prena; HUSSAIN, Faneeza; CHAND, Priyashni. Managerial incentives for earnings management among listed firms: evidence from Fiji. **Global Journal of Business Research**, v. 7, n. 1, 2013. Disponível em: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/ibf/gjbres/gjbr-v7n1-2013/GJBR-V7N1-2013-3.pdf>. Acesso em: 19 out. 2015.

SÁ, Carlos. **Liquidez e fluxo de caixa**: um estudo teórico sobre alguns elementos que atuam no processo de formação do caixa e na determinação do nível de liquidez de empresas privadas não financeiras. 2004. 74f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Finanças e Economia Empresarial – EPGE) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2004.

SALOTTI, Bruno; YAMAMOTO, Marina. Um Estudo empírico sobre o EBITDA como representação do fluxo de caixa operacional - estudo em empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo - SP. **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2005.

SANTANA, Luciene; LIMA, Franciane. EBITDA: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE E INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2004

SANTOS, Alexandre; SCARPIN, Jorge. Gerenciamento de Resultados: análise de sua incidência em empresas mais admiradas do Brasil. **Revista de estudos contábeis**, Londrina, v. 2, n. 3, p. 14-33, jul./dez. 2011.

SILVA, Antonio. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

VASCONCELOS, Yamura. EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n. 136, p. 38-47, jul./ago. 2002.

VICENTE, Ernesto; NAKAO, Silvio; SILVA, Guilherme; PFITSCHER, Elisete. Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 14., 2007, João Pessoa. **Anais ...**, João Pessoa, 2007.

WATTS, Ross; ZIMMERMAN, Jerold. Towards a positive theory of the determination of Accounting standards. **The Accounting Review**, [s.l.], v.52, n.1, jan. 1978.

ZANOLLA, Ercílio; LIMA, Álvaro. Fluxo de recursos operacionais: estudo comparativo entre métodos, aplicado em amostra de empresas industriais brasileiras. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 2, p. 116-132, maio./ago. 2011. Disponível em: < http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5435/4131>. Acesso em: 27 nov. 2016.