

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

**GEISA CASSIANA PAULINO DA SILVA**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

**EDILSON PAULO**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

# VALUE RELEVANCE DA INFORMAÇÃO NON-GAAP NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

## Resumo

O objetivo desta pesquisa foi verificar o *value relevance* da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, no mercado de capitais brasileiro. As duas medidas Non-GAAP analisadas foram o EBITDA regulado e o EBITDA não regulado, em que a primeira possui determinações regulatórias explícitas (Instrução Normativa CVM nº 527/12) quanto à forma de cálculo e divulgação, enquanto que a segunda não possui as mesmas determinações. A coletada de dados foi feita entre os anos de 2010 a 2016. A regressão quantílica e a regressão pelo método dos mínimos quadrados foram usadas como forma de verificar a associação incremental e relativa das referidas variáveis com o retorno das ações. Os resultados encontrados para o EBITDA regulado evidenciam associação incremental e relativa significativa com os retornos das ações, quando estes foram calculados usando uma janela de cotações de até três dias antes (t-1) e até três dias após (t) à divulgação das demonstrações contábeis. Assim, o EBITDA regulado, em sendo uma das medidas mais reportada pelas empresas, se mostrou *value relevance* mesmo tendo sofrido uma regulação específica, ao contrário do EBITDA não regulado.

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

## 1 Introdução

A relevância da informação contábil está ligada à sua capacidade de ser refletida nos preços das ações ou no valor de mercado da empresa e, dessa forma, o campo de pesquisas em *value relevance* é projetado para avaliar se determinados valores contábeis seriam informações úteis aos investidores no processo de tomada de decisão (Barth, Beaver, & Landsman, 2001). Os estudos nessa área usam, em sua maioria, informações contábeis relativas aos lucros e ao patrimônio líquido das companhias. Todavia, alguns estudos estão preocupados com o surgimento de uma série de medidas alternativas de desempenho econômico-financeiro, divulgadas pelas companhias ou analistas, (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003; Bradshaw & Sloan, 2002), e se essas medidas, ainda que não normatizadas, poderiam ser *value relevance* (Entwist, Felth, & Mbagw, 2010; Venter, Emanuel, & Cahan, 2014)

Tais medidas alternativa de desempenho são denominadas de informações Non-GAAP, e definidas como informações baseadas em dados não contábeis ou em dados contábeis ajustados por itens considerados pela gestão como não recorrentes ou não caixa (Bhattacharya et al., 2003; Bradshaw & Sloan, 2002). Pesquisas realizadas em outros mercados de capitais evidenciam *value relevance* das informações Non-GAAP (Albring, García, & Reck, 2010; Venter, Emanuel, & Cahan, 2014).

Nesta linha, os gestores podem destacar de forma detalhada a natureza transitória de itens que afetam os lucros GAAP, e assim forneceriam aos investidores e analistas financeiros uma melhor medida de lucro que poderia adequadamente refletir a performance da empresa, podendo ser usada para prever fluxos de caixa futuros e realizar avaliações de empresas. Nesse sentido, a proliferação do *disclosure* voluntário de métricas de desempenho Non-GAAP pode ser considerada como uma tentativa dos gestores em fornecerem uma importante distinção entre componentes persistentes e não recorrentes dos lucros (Dechow & Dichev, 2002; Dichev & Tang, 2008). Assim, em sendo o aumento da ocorrência de itens transitórios e não recorrentes um dos motivos apontados para a divulgação de informações Non-GAAP (Elshafie, Yen, & Yu, 2010), pode-se justificar uma possível maior relevância desse tipo de informação, fornecendo informação com maior poder preditivo em relação aos fluxos de caixa operacionais futuros da empresa.

Respaldo por evidências empíricas em mercados de capitais internacionais sobre o *value relevance* da informação Non-GAAP (Albring et al., 2010; Entwist et al., 2010; Venter et al., 2014) e pelo constatado reporte de medidas Non-GAAP por companhias abertas no mercado de capitais brasileiro (KPMG, 2016), o objetivo de pesquisa foi verificar a relevância da informação Non-GAAP, com e sem explícitas determinações regulatórias, no mercado de capitais brasileiro.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 *Value Relevance* da Informação Contábil

As pesquisas sobre a relevância da informação contábil no mercado de capitais têm como base a hipótese de mercado eficiente (Fama, 1970) de que os preços das ações refletem todas as informações disponíveis e relevantes, sendo portanto, um consenso de agentes num determinado momento, e que toda e qualquer nova informação disponibilizada será rapidamente incorporada a esse consenso (preço). Logo, se o preços das ações de fato se ajustam rapidamente a novas informações disponibilizadas, então as variações de preços iriam refletir o fluxo de informações feitas ao mercado, como por exemplo a divulgação de relatórios financeiros que pode causar revisão de preços desses ativos, fato que evidenciaria a utilidade da informação contábil reportada (Ball & Brown, 1968). Dessa forma, tem-se que um número contábil útil quando ele está associado aos preços das ações (Holthausen & Watts, 2001).

A utilidade da informação contábil pode ser operacionalmente definida como uma mudança nas expectativas dos agentes de mercado refletidas nos preços das ações. Os lucros são claramente uma das informações mais importantes do sistema contábil (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005; Venter et al., 2014). Assim, vários estudos realizaram testes para verificar o *value relevance* do lucro isoladamente ou de forma conjunta com o patrimônio líquido, sendo que em alguns desses foram evidenciados a relevância do resultado contábil (Ball & Brown, 1968), embora em outros trabalhos tenha-se encontrado um declínio da associação incremental dos lucros ao longo do tempo (Brugni, Sarlo Neto, Bastianello, & Paris, 2012; Collins, Maydew, & Weiss, 1997; Francis & Schipper, 1999).

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

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

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

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

## **2.2 Value Relevance da Informação Non-GAAP**

Uma das justificativas para a proliferação de medidas de lucro *pro forma* ou Non-GAAP é a de que elas podem ser ajustadas para incluir informações mais úteis do que o permitido pelo GAAP (Albring et al., 2010). Esses ajustes seriam uma tentativa da gestão em fornecer uma distinção entre componentes persistentes e não recorrentes dos lucros (Dichev & Tang, 2008). Adequadamente utilizadas, as medidas Non-GAAP podem ser extremamente valiosas, podendo melhorar a análise financeira isolando os efeitos de itens que não promovem a compreensão das tendências históricas ou futuras de lucros ou fluxos de caixa (Kabureck, 2017).

Nesse sentido, os gestores e analistas que reportam informações Non-GAAPs, normalmente, defendem esse tipo de informação como uma melhor representação do desempenho corporativo sustentável da companhia do que o lucro GAAP, uma vez que o lucro Non-GAAP omite elementos do lucro GAAP que são não recorrentes, sem importância ou imateriais para previsão dos fluxos de caixa futuros da empresa (Huang & Skantz, 2015).

Os lucros Non-GAAPs são considerados como mensurações mais representativas dos lucros operacionais reportados e fornecem uma medida de performance mais relevante e persistente dos resultados da empresa (Albring et al., 2010). Assim, para hipótese de informatividade do Non-GAAP, o incentivo para o reporte voluntário de métricas de desempenho customizadas está suportado no maior conteúdo informacional ao permitir que a gestão insira sua visão sobre a performance da empresa, em termos do que é considerado como núcleo operacional do negócio.

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

Empiricamente, algumas pesquisas (Bradshaw & Sloan, 2002; Brown & Sivakumar, 2003) examinaram a relevância do reporte de métricas *pro forma* e encontraram indicativos de que tais métricas são mais informativas do que os lucros GAAP. No mercado de capitais norte americano, Entwist, Felth e Mbagw (2010) investigaram, entre os anos de 2000 a 2004, se os lucros GAAP, os lucros Non-GAAP's emitidos por companhias, e os Non-GAAP emitidos por analistas financeiros (I/B/E/S earnings) são *value relevance*. Os resultados documentam que as referidas medidas de lucros possuem relevância, porém os lucros Non-GAAP reportados pelas companhias são significativamente mais relevantes do que os lucros Non-GAAP emitidos por analistas, que, por sua vez, são mais *value relevance* do que os lucros em conformidade com o GAAP.

Diferentemente dos estudos de Bradshaw e Sloan (2002) e Brown e Sivakumar (2003), a pesquisa de Albring, García e Reck (2010) foi realizada em um contexto pós *Regulation G* que, apesar de ser uma regulação explicitamente dirigida ao mercado de capitais norte-americano, teve impacto nos demais mercados, sendo considerada uma das primeiras

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

Outras formas de regulação do reporte de informação Non-GAAP também podem ser vistas em outros mercados além do norte-americano. No Brasil, por exemplo, a Instrução Normativa da CVM nº 527/2012, dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) ou *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT). A referida Instrução limita a discricionariedade da gestão quanto ao cálculo e à forma de divulgação do EBITDA e do EBIT, porém deixa margem, em seu Art. 4º, para a forma de elaboração do EBITDA ajustado ao não especificar quais itens devem ou não compor o seu cálculo. Já na África do Sul, há um requerimento obrigatório sob o reporte de uma informação Non-GAAP, determinando os itens a serem eliminados de forma detalhada. Nesse contexto, Venter, Emanuel e Cahan (2014) examinaram o *value relevance* dos componentes do informação sobre lucro reportados na África do Sul, os seus resultados demonstraram que os lucros Non-GAAP relatados sob um regime obrigatório (regulado) têm maior relevância do que lucros GAAP. Esse resultado indica que a informação Non-GAAP pode ser útil para os investidores em um cenário onde a discricionariedade dos gestores é reduzida.

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

Considerando os argumentos mencionados, a seguinte hipótese de pesquisa foi testada:

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

### 3 Procedimentos Metodológicos

#### 3.1 Amostra e Coleta de Dados

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

- Não ser instituição financeira de capital aberto, já que tais instituições são reguladas com legislação e procedimentos específicos que podem impactar a contabilidade (Santos & Cavalcante, 2014)
- Divulgar o EBITDA conforme Instrução CVM nº 527/2012 ou o EBITDA ajustado por serem as duas medidas Non-GAAP mais divulgadas no mercado de capitais brasileiro (KPMG, 2016);
- Para o cálculo dos retornos, de acordo com o Gráfico 1, foram considerados os primeiros preços de fechamento datados entre 28 a 30 de dezembro do ano de  $t-1$ . Em relação ao preço das ações para o ano  $t$ , considerou-se a última cotação de

fechamento disponível entre 30 de abril a 02 de maio do ano subsequente ao ano de referência de fechamento das demonstrações contábeis. As empresas que não apresentaram informações sobre as cotações, durante o período requerido, foram eliminadas da amostra;

- Ter informações anuais disponíveis nas bases de dados da *Thomson Reuters Eikon*® referentes ao lucro líquido, patrimônio líquido, total de ações em circulação.

**Figura 1** – *Timeline* estimação de retornos I



Fonte: Elaboração própria, 2018.

Os dados foram coletados de forma anual tendo início entre os anos de 2010 a 2016. Das 413 ações de empresas disponíveis para consulta na base de dados da *Thomson Reuters Eikon*®, 136 foram caracterizadas como instituições financeiras, restando 277 empresas não financeiras para as quais foram coletadas as variáveis Non-GAAP (EBITDA e o EBITDA ajustado) nos Formulários de Referências anuais, acessados por meio dos sites da CVM ou no site da B3. A Tabela 1 evidencia a distribuição, por ano, do quantitativo de empresas não financeiras que divulgaram (D), não divulgaram (ND), ou o formulário de referência não foi encontrado, ou não estava disponível para consulta (NT).

**Tabela 1** – Coleta do EBITDA e do EBITDA Ajustado

<b>Painel A – EBITDA Regulado</b>							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Divulgam</i>	170	183	194	193	201	198	194
<i>Não Divulgam</i>	76	67	61	60	60	59	59
<i>Não Encontrada</i>	31	27	22	24	16	20	24
<b>Total</b>	<b>277</b>						
<b>Painel B - EBITDA Ajustado</b>							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Divulgam</i>	57	81	83	82	94	93	89
<i>Não Divulgam</i>	193	170	172	174	166	165	165
<i>Não Encontrada</i>	27	26	22	21	17	19	23
<b>Total</b>	<b>277</b>						

Fonte: Dados da pesquisa, 2017

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

**Tabela 2** - Quantitativo Amostral

<b>Painel Balanceado</b>	
Amostra Inicial	328

Instituições Financeiras	70
Não divulgou EBITDA todos os anos	125
Não divulgou EBITDA Ajustado todos os anos	106
Sem cotação em pelos menos um dos anos	6
<b>Amostra Final</b>	<b>21</b>

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

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

### 3.2 Definição da Variáveis

Como variável dependente foi usado o retorno por ação calculado conforme especificado no Quadro 1, juntamente com as variáveis independentes. Ressalta-se o acréscimo do *EBITDA Thomson* devido à verificada falta de padronização no cálculo do EBITDA regulado, logo o *EBITDA Thomson* (coletado na *Thomson Reuters Eikon*) pode possuir um conteúdo informacional que difere da medida EBITDA reportada pelas empresas. Por fim, a variável crise foi inserida para controlar os efeitos econômicos sobre os retornos das ações em anos considerados de crise, incluindo-se assim 2014 por ser o ano em que houve uma redução do produto interno bruto (PIB), e nos demais anos (2015-2016) houve ou crescimento negativo.

**Quadro 1 - Variáveis Usadas: Value Relevance**

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

Ano	<i>Year</i>	<i>Dummy</i> por ano	Variável <i>dummy</i> para seis dos sete anos da amostragem final.
Crise	<i>Crs</i>	<i>Dummy</i> crise econômica	Variável <i>dummy</i> para os últimos três anos da amostragem final.

Fonte: Elaboração própria, 2017.

### 3.3 Descrição do Modelos

Com o objetivo de verificar a associação incremental e relativa do EBITDA Regulado, do EBITDA não Regulado e do Lucro Líquido, foram usados mais de um modelo econométrico. Primeiro buscou-se analisar o *value relevance* incremental das referidas variáveis por meio de procedimento verificável em estudos anteriores (Collins et al., 1997; Vieira & Girão, 2012; Grillo, Lachini, Baioco, Reina, & Sarlo Neto, 2016; Gonçalves, Conegliam, & Henrique, 2017).

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

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 LpA_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ebr_{i,t} + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ebn_{i,t} + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ebt_{i,t} + \varepsilon_i \quad (4)$$

Em que: *Ret* = retorno por ação da empresa *i* quatro meses após o encerramento das demonstrações contábeis; *LpA* = lucro por ação da empresa *i* durante o ano fiscal *t*; *Ebr* = EBITDA por ação da empresa *i* no final ano fiscal *t*, calculado de acordo com a Instrução 527/2012 da CVM; *Ebn* = EBITDA não Regulado por ação da empresa *i* no final ano fiscal *t*; *Ebt* = EBITDA Thomson por ação da empresa *i* no final ano fiscal *t* coletado na base de dados Thomson Reuters Eikon®;  $\varepsilon$  = valor termo do erro da regressão.

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

## 4 Apresentação e Análise dos Resultados

### 4.1 Análise Descritiva

Na Tabela 3 observa-se uma alta variabilidade dos retornos (*Lnret*), caracterizada pela dispersão dos dados – medida pelo desvio padrão – que é cerca de seis vezes superior à média, indicando uma alta heterogeneidade dessa variável. Para a variável *LpA*, observa-se valores médios negativos e distintos da mediana, muito embora o desvio padrão seja alto (0,96%), indicando uma alta variabilidade do resultado líquido das empresas da amostra. Em relação à variável *PLpA*, verifica-se a existência de valores negativos, indicando um passivo a descoberto para alguma das empresas da amostra, bem como pode-se observar que a heterogeneidade dos dados (desvio padrão de 0,0410) é uma das menores, relativa à média, entre todas as variáveis analisadas.

As variáveis *Ebr* e *Ebn* apresentam valores medianos próximos (0,23% e 0,27%, respectivamente), apesar de o *Ebn* demonstrar maior heterogeneidade, com um desvio padrão de 0,96%, indicando uma maior variabilidade dos dados para essa medida Non-GAAP, uma vez que sua forma de cálculo não é padronizada pela CVM, diferentemente do Non-GAAP *Ebr* que possui tal determinação normativa. Em relação à variável *Ebt*, seu desvio padrão é cerca de

2,02 vezes a média, caracterizando uma heterogeneidade presente, mas não a maior entre as demais variáveis, como a *LpA*, que é uma medida de resultado contábil com maior heterogeneidade entre as demais analisadas (*Ebr*, *Ebn* e *Ebt*).

**Tabela 3** - Estatística descritiva das variáveis analisadas

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Obs	Mínimo	Máximo
Retorno ( <i>Lnret</i> )	1,5484	12,227	0,0277	147	-73,5347	48,844
Lucro líquido por ação ( <i>LpA</i> )	-0,0003	0,0096	0,0004	147	-0,0784	0,5404
Patrimônio líquido por ação ( <i>PLpA</i> )	0,2170	0,0410	0,0078	147	-0,0125	0,2407
EBITDA ( <i>Ebr</i> )	0,0045	0,0088	0,0023	147	-0,0105	0,0715
EBITDA ajustado ( <i>Ebn</i> )	0,0054	0,0096	0,0027	147	-0,0009	0,0749
EBITDA Thomson ( <i>Ebt</i> )	0,0042	0,0085	0,0022	147	-0,0049	0,0676

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

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

#### 4.2 Análise do Value Relevance Incremental

De acordo com a Tabela 4, painel A, a variável *LpA* não se mostrou estatisticamente significativa, conforme estatística *t*. Esse achado corrobora com outros estudos que encontraram uma relação insignificante entre o *LpA* e o retorno/preço das ações (Brugni et al., 2012). O coeficiente do *LpA* usando o MQO, embora positivo, também não é significativo, mesmo após a inserção das variáveis de controle para setor, ano e crise.

Ainda na Tabela 4, painel B, tem-se os resultados da regressão quantílica e MQO utilizando o EBITDA Regulado (*Ebr*) como variável explicativa e o retorno por ação como variável explicada. A variável *Ebr* não se mostra significativa em nenhum quantil, indicando que o *Ebr* não possui poder explicativo sobre os retornos da amostra. Pelo MQO, o *Ebr* também não se mostrou significativo, indicando que o EBITDA divulgado pelas empresas nos formulários de referência não possui poder explicativo sobre a média dos retornos. Esses achados denotam que a informação contida no EBITDA divulgado pelas empresas, quando verificada isoladamente, não é tida como relevante para explicar os retornos. Resultado similar é documentado em um período de adaptação à norma (Vieira & Girão, 2012).

**Tabela 4** - Value relevance incremental do Lucro Líquido e do EBITDA.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>a</sup>	
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>
Constante	-0,1375	-0,94	0,0334	1,19	0,2626	0,16	-0,3259	-0,29
<i>LpA</i>	0,7294	0,05	-2,4334	-0,83	0,4906	0,00	2,7911	0,48
Pseudo R2	0,0001		0,0000		0,0000			
Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>a</sup>	
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>
Constante	-0,1172	-0,93	0,0387	1,11	0,285	0,15	2,6007	0,45
<i>Ebr</i>	-9,3372	-0,73	-1,9149	-0,54	-1,1625	-0,01	-1,5655	-0,01
Pseudo R2	0,0005		0,0001		0,0001			

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

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

Já na Tabela 5 é evidenciado a associação incremental do *EBITDA Thomson* e do EBITDA Não Regulado em relação ao retorno das ações. Como descrito na metodologia, o *EBITDA Thomson* é calculado e disponibilizado pela base de dados *Thomson Reuters Eikon*<sup>®</sup>, e por isso a sua forma de cálculo seria padronizada para todas as empresas da amostra. Da mesma forma que o *Ebr*, o *EBITDA Thomson*, painel A, é negativamente relacionado aos retornos, porém apresenta grau de significância de 5% no quartil 0.25, indicando que o *Ebt* explica apenas a variação dos retornos menores da amostra. No painel B da Tabela 5 o coeficiente do *Ebn* na regressão usando o MQO, não apresenta significância, conforme estatística *t*. Em relação aos resultados da regressão quantílica, em nenhum quartil, o EBITDA não Regulado apresenta poder explicativo, indicando que para os retornos da amostra, o *Ebn* não seria *value relevance*. Esse resultado sugere que os ajustes feitos ao EBITDA regulado para se chegar ao EBITDA ajustado (não regulado) não teriam informação adicional para explicar os retornos das ações.

**Tabela 5 - Value relevance incremental do EBITDA Thomson e do EBITDA Ajustado.**

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>c</sup>	
	Coeficiente	<i>t</i>	Coeficiente	<i>t</i>	Coeficiente	<i>t</i>	Coeficiente	<i>t</i>
Constante	-0,0611	-0,36	0,041	0,9	0,3013	0,16	2,7723	1,12
<i>Ebt</i>	-39,582**	-2,18	-2,6803	-0,56	-7,6968	-0,04	-196,60*	-1,75
Pseudo R2	0,0059		0,0003		0,0006			
Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>c</sup>	
	Coeficiente	<i>t</i>	Coeficiente	<i>t</i>	Coeficiente	<i>T</i>	Coeficiente	<i>t</i>
Constante	-0,0569	-0,17	0,0466	1,17	0,2958	0,15	2,3483	0,92
<i>Ebn</i>	-28,1855	-0,93	-1,9319	-0,53	-4,5727	-0,03	-249,87	-1,08
Pseudo R2	0,0017		0,0002		0,0002			

**Notas:** *Ebr*: EBITDA Thomson; *Ebn*: EBITDA Ajustado; MQO: Mínimos quadrados ordinários. <sup>c</sup> regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano, crise e erro padrão robusto para a presença de heterocedasticidade. \*, \*\*, \*\*\* representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

### 4.3 Análise dos Resultados do Value Relevance Relativo

A Tabela 6, painel A, demonstra os coeficientes das duas variáveis clássicas usadas em modelos de *value relevance*, o *PLpA* e o Lucro Líquido por ação (*LpA*). Da mesma forma que na Tabela 4 (regressão simples do *LpA* contra o retorno), na Tabela 6 o *LpA* não se mostra significativo. Por outro lado, a variável *PLpA* é negativamente relacionada ao retorno das ações ao nível de 10% no quartil 0.50.

Ainda na Tabela 6 em seu painel B são apresentados os resultados da regressão tendo como variáveis independentes o EBITDA Regulado (*Ebr*) e o Patrimônio Líquido (*PLpA*) por ação. De forma muito similar aos resultados da regressão que considera apenas o *Ebr* como variável explicativa dos retornos das ações, o coeficiente do *Ebr* não é significativo, em nenhum

dos quartis, nem usando o estimador MQO. Já a variável *PLpA* é significativa apenas no quartil da mediana. Isso pode estar ligado ao fato de que parte do conteúdo informacional do *PLpA* está contido no *Ebr*, uma vez que a correlação entre essas variáveis é de 37,49%.

**Tabela 7 - Value relevance** relativo do Lucro Líquido e do EBITDA.

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

  

Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>a</sup>	
	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t
Constante	-0,0773	-0,3	0,0556	1,41	0,3141	0,16	2,6959	0,46
<i>Ebr</i>	9,5714	0,29	4,1046	0,82	-0,5835	0,00	57,2317	0,35
PLpA	-6,9216	-0,99	-1,8597*	-1,74	-1,5389	-0,03	-19,5598	-0,55
Pseudo R2	0,0024		0,0012		0,0007			

**Notas:** LpA: lucro por ação; *Ebr*: EBITDA; PLpA: Patrimônio Líquido por ação; MQO: Mínimos quadrados ordinários. <sup>a</sup> regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários com variáveis *dummy* por setor, ano e crise. \*, \*\*, \*\*\* representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 7, com a inclusão da variável *PLpA* na regressão, o *Ebt* apresenta uma relação negativa e não significativa com o retorno das ações em todos os quartis, indicando que a informação do *Ebt* padronizado, conjuntamente com a do *PLpA*, não são *value relevance* para o mercado de capitais brasileiro. Tal relação negativa é verificada também entre o *PLpA* e o retorno, bem como pode-se observar a falta de significância estatística do *PLpA*. No painel B da Tabela 7, de acordo com a estatística *t*, o modelo utilizando o *Ebn* e o *PLpA* não se mostrou adequado para explicar a variação dos retornos em nenhum dos quartis, exceto no quartil 0.50. Tal resultado, possivelmente, está ligado ao pouco número de empresas que reportam o *Ebn*, e mesmo aquelas que reportam o fazem de maneira pouco transparente utilizando-se de rubricas generalistas como “outros ajustes”. De forma individual, apenas o coeficiente do *PLpA* apresenta significância estatística ao nível de 10% na estimação do quartil mediano, com um sinal negativo indicando que quando o *PLpA* diminui os retornos aumentam.

Essa relação inversa do *Ebn* e do *PLpA* é inesperada, todavia ela também é observada para o *LpA* e para o *Ebt*. Os resultados apresentados pelo estimador MQO são muito similares aos encontrados na regressão quantílica, em que o *Ebn* e o *PLpA* (exceto para o *PLpA* no quartil 0.50) não apresentam poder explicativo em relação aos retornos das ações.

**Tabela 7 - Value relevance** relativo do EBITDA Thomson e do EBITDA Ajustado.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>C</sup>	
	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t
Constante	-0,0563	-0,31	0,0522	1,12	0,3144	0,15	2,7774	1,11

<i>Ebt</i>	-38,6296	-1,5	5,6901	0,85	-1,4835	-0,01	-332,594	-1,22
PLpA	-0,1909	-0,04	-1,8509	-1,34	-1,3938	-0,02	38,5934	0,74
Pseudo R2	0,006		0,0008		0,0008			

**Painel B**

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>c</sup>	
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>
Constante	-0,0486	-0,14	0,0531	1,34	0,3137	0,16	2,139	0,81
<i>Ebn</i>	-16,1408	-0,42	3,7993	0,86	-0,8066	0	-348,931	-0,6
PLpA	-3,4599	-0,39	-1,8100*	-1,76	-1,4598	0,16	37,1797	0,64
Pseudo R2	0,0028		0,001		0,0008			

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

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

#### 4.4 Teste de Sensibilidade

Objetivando adicionar robustez aos resultados da pesquisa, novos testes foram feitos após mudar a forma de cálculo dos retornos das ações. Agora, conforme Gráfico 2, os retornos foram calculados usando o quociente entre a primeira cotação de fechamento após três dias da data de divulgação das demonstrações contábeis, e a primeira cotação de fechamento três dias anteriores à data de divulgação das demonstrações contábeis. Esse procedimento foi possível devido à sistemática de coletada de dados da base *Thomson Reuters Eikon*<sup>®</sup>, que fornece a data de divulgação das demonstrações contábeis por empresa.

**Figura 2 – Timeline** estimação dos retornos II



**Fonte:** Elaboração própria, 2018.

A amostragem final, em painel balanceado, para as variáveis Lucro Líquido, EBITDA Regulado e o *EBITDA Thomson* contou com 329 observações entre os anos de 2010 a 2016. Nesta parte do estudo, o *EBITDA Não Regulado* foi retirado por causar uma redução excessiva do número de observações finais, uma vez que a manutenção dessa variável culminaria em um número final de 77 observações válidas.

Desta forma, na Tabela 8, o *LpA* mostrou-se significante ao nível de 5% no quartil 0.75. Esse resultado difere do encontrado na seção anterior, onde o *LpA* não se mostrou significante em nenhum dos quartis quando o retorno das ações foi calculado sem a precisa delimitação da data de divulgação das demonstrações contábeis. Portanto, considerando a data em que a informação contábil é divulgada ao mercado, tem-se que o *LpA* é relevante para explicar os maiores retornos das ações, dada a sua significância estatística no quartil 0.75.

Analisando o resultado do quartil mais extremo à direita (0.75), o *LpA* apresenta um sinal negativo, evidenciando uma relação inversa entre os maiores retornos e o Lucro Líquido.

Esse resultado pode estar ligado à questão de que, para empresas com maiores retornos, a expectativa do mercado quanto ao Lucro Líquido seja maior do que o lucro efetivamente reportado, daí ter-se-ia uma redução no preço, dado que a empresa não tenha entregado o resultado esperado. Ainda na Tabela 8, no painel B, a variável *PLpA* em conjunto com o *LpA* não melhora o poder explicativo do modelo para estimação dos retornos das ações, uma vez que apenas no quartil direito mais extremo o *LpA* é significativa a um nível de 10%, e inversamente relacionado aos retornos.

**Tabela 8 - Análise do Value Relevance Incremental e Relativo do Lucro Líquido**

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

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

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 9, painel A, são evidenciados os resultados da regressão quantílica e MQO tendo o EBITDA Regulado (*Ebr*) como variável explicativa dos retornos. O *Ebr* se mostrou significativo e positivamente relacionado com os retornos, em todos os quartis, inclusive usando o MQO como estimador. Esse resultado indica que aumentos no *Ebr* explicam os aumentos dos retornos das ações, sugerindo que para aquelas ações com retornos menores, medianos e maiores, a informação do EBITDA é relevante, uma vez que para o reporte de maiores EBITDA's é esperado um impacto, no mesmo sentido, nos preços das ações.

No painel B da Tabela 9, os coeficientes do *Ebr* na regressão quantílica são positivamente relacionados aos retornos em todos os quartis. Esse mesmo resultado é observado na regressão MQO, em que ao nível de 1%, o *Ebr* apresenta poder explicativo sobre os retornos das ações da amostra, ou, em outras palavras, o *Ebr* conjuntamente ao *PLpA* é significativo para explicar a variação dos retornos. Pela análise do sinal do coeficiente, o *Ebr* é positivamente relacionado aos retornos, sugerindo que empresas, ao divulgarem *Ebr* maiores, impactam no mesmo sentido os seus retornos das ações.

**Tabela 9 - Análise do Value Relevance Incremental e Relativo do EBITDA.**

Painel A									
Variáveis	Quantil 0.25 <sup>b</sup>		Quantil 0.50 <sup>b</sup>		Quantil 0.75 <sup>b</sup>		MQO <sup>a</sup>		
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>T</i>	Coefficiente	<i>t</i>	
Constante	-0,0223***	-3,07	0,0064	-0,12	0,0188**	2,10	-0,0086	-0,66	
<i>Ebr</i>	1,0798***	2,83	0,5842	1,74*	1,1035**	2,35	0,7771*	1,92	
Pseudo R2	0,0447		0,0249		0,0210		R <sup>2</sup>	0,0314	

Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25 <sup>b</sup>		Quantil 0.50 <sup>b</sup>		Quantil 0.75 <sup>b</sup>		MQO <sup>b</sup>	
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>
Constante	-0,0306**	-2,56	-0,0006	-0,10	0,0220***	2,67	0,0010	0,13
<i>Ebr</i>	1,1219**	2,10	0,8002*	1,83	1,4395***	2,64	1,4373***	2,80
<i>PLpA</i>	-0,0007	-0,42	-0,0001	-0,82	-0,0003*	-1,79	-0,0031**	-2,09
Pseudo R2	0,0453		0,0278		0,0328		R <sup>2</sup>	0,0336

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

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

Na Tabela 10, painel A, a variável *EBITDA Thomson* também foi testada, de forma individual, quanto à associação incremental com o retorno das ações. O *Ebt* não se mostrou estatisticamente significativa em nenhum dos quartis, sugerindo que o *Ebt*, disponibilizado pela *Thomson*, não seria significativa para explicar os retornos das ações quando estes são calculados em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis. Por fim, na Tabela 10, painel B, o *Ebt* individualmente não possui associação incremental com os retornos, e mesmo após a inclusão do *PLpA* no modelo, o *Ebt* quanto o *PLpA* só são significantes no quartil 0.75. O *Ebt* apresenta uma relação positiva com os retornos, enquanto o *PLpA* apresenta uma relação inversa e inesperada. Usando o estimador MQO, o *Ebt* e o *PLpA* mantêm o resultado evidenciado na regressão quantílica, no quartil 0.75. Portanto, o modelo contendo o *Ebt* conjuntamente ao *PLpA* se mostra um modelo significativo para explicar os retornos das ações em média, ou no quartil 0.75 da distribuição amostral, quando os retornos são calculados, de forma mais precisa, em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis.

**Tabela 10** - Análise do *Value Relevance* Incremental e Relativo do *EBITDA Thomson*.

Painel A								
Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75		MQO <sup>a</sup>	
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>
Constante	-0,0247***	-5,40	0,0019	0,20	0,0276***	5,95	-0,0065	-0,50
<i>Ebt</i>	0,0005	0,81	0,0001	0,60	0,0008	1,24	0,0006	1,12
Pseudo R2	0,000		0,000		0,000		R <sup>2</sup>	0,0241

Painel B								
Variáveis	Quantil 0.25 <sup>b</sup>		Quantil 0.50 <sup>b</sup>		Quantil 0.75 <sup>b</sup>		MQO <sup>a</sup>	
	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>	Coefficiente	<i>t</i>
Constante	-0,0173**	-2,14	-0,0026	-0,4	0,0230**	2,61	-0,0047	-0,36
<i>Ebt</i>	0,0005	0,63	0,0011	1,57	0,0020**	2,17	0,0021**	2,52
<i>PLpA</i>	0,0000	0,20	-0,0002	-1,19	-0,0004*	-1,86	-0,0004**	-2,32
Pseudo R2	0,0425		0,0270		0,0277		R <sup>2</sup>	0,0404

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

**Fonte:** Dados da pesquisa, 2017.

## 5 Considerações Finais

No mercado de capitais brasileiro é notável a presença do reporte de informações Non-GAAP realizados pelas companhias ou por analistas, apesar de a literatura nacional sobre esse

tipo de informação ainda ser bastante restrita. Assim, os resultados dessa parte do trabalho contribuem para as discussões em torno do uso das medidas Non-GAAP no ambiente brasileiro, uma vez que dentre os testes feitos com as variáveis Lucro Líquido, EBITDA Regulado, EBITDA Não Regulado e o *EBITDA Thomson*, apenas os coeficientes do EBITDA Regulado, tanto na regressão quantílica quanto no MQO, evidenciaram uma relação significativa e positiva com os retornos, quando estes foram calculados usando cotações até três dias antes (t-1) e até três dias após (t) à divulgação das demonstrações contábeis.

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

Ressalta-se, ainda, os resultados da variável Lucro Líquido, tendo em vista que com ou sem a inclusão da variável Patrimônio Líquido no modelo, o Lucro Líquido mostra-se significativa – embora essa relação seja negativa – apenas para explicar os retornos calculados em torno da data de divulgação das demonstrações contábeis. De fato, o Lucro Líquido foi a variável com maior volatilidade temporal, o que o tornaria uma variável com fraco poder para prever fluxos de caixas futuros e conseqüentemente menos *value relevance* para o investidor no processo de tomada de decisão. Portanto, os resultados desta pesquisa contribuem para aumentar as discussões em torno da necessidade ou não de regulação das informações Non-GAAP, assim como apontam para a insurgência da utilização de medidas alternativas de desempenho econômico-financeiro que vêm suprir ou, na melhor das hipóteses, complementar uma necessidade informativa que não está sendo atendida pelas informações desempenho, divulgadas de acordo com as normas contábeis.

## REFERÊNCIAS

- Albring, S. M., Cabán-García, M. T., & Reck, J. L. (2010). The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. *Review of Accounting and Finance*. <https://doi.org/10.1108/14757701011068066>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 159–178.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Batista, T. C., Oliveira, J. F. de, & Macedo, M. A. D. S. (2017). Relevância da Informação Contábil para o Mercado Brasileiro de Capitais: uma análise comparativa entre Lucro Líquido, Lucro Abrangente e Fluxo de Caixa Operacional. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(1), 381–408. <https://doi.org/10.18593/race.v16i1.12052>
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Announcements Earnings. *Journal of Accounting Research*, 6(1968), 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>

- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Larson, C. R. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1–3 SPEC. ISS.), 285–319. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.001>
- Black, D. E., Black, E. L., Christensen, T. E., & Heninger, W. G. (2012). Has the Regulation of Pro Forma Reporting in the US Changed Investors' Perceptions of Pro Forma Earnings Disclosures? *Journal of Business Finance and Accounting*, 39(7–8), 876–904. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2012.02297.x>
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41–66.
- Brown, L. D., & Sivakumar, K. (2003). Comparing the value relevance of two operating income measures. *Review of Accounting Studies*, 8(4), 561–572. <https://doi.org/10.1023/A:1027328418571>
- Brugni, T. V., Sarlo Neto, A., Bastianello, R. F., & Paris, P. K. S. (2012). INFLUÊNCIA DE DIVIDENDOS SOBRE A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NA BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 82–99. <https://doi.org/10.4270/ruc.2012323>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77(SUPPL.), 35–59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.61>
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2008). Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. *Accounting Review*, 83(6), 1425–1460. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1425>
- Elshafie, E., Yen, A. A.-R., & Yu, M. (2010). The association between pro forma earnings and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 9(2), 139–155. <https://doi.org/10.1108/14757701011044161>
- Entwist, G. M., Felth, G. D., & Mbagw, C. (2010). The Value Relevance of Alternative Earnings Measures: A Comparison of Pro Forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(April), 288. <https://doi.org/10.1177/0148558X1002500205>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Source Journal of Accounting Research Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Gonçalves, K. A., Conegliam, L., & Henrique, C. (2017). Value Relevance Das Propriedades Para Investimento : Evidências Do Mercado De Capitais Brasileiro . Value Relevance of Investment Properties : Evidence from the Brazilian Capital Market . *Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(1), 2–19.

- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Grillo, F. F., Lachini, T. C., Baioco, V. G., Reina, D., & Sarlo Neto, A. (2016). Value Relevance : Análise Dos Efeitos Da Avaliação a Valor Justo. *ConTexto*, 16(32), 94–109.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(February), 3–75. <https://doi.org/10.2139/ssrn.228950>
- Huang, Q., & Skantz, T. R. (2015). The informativeness of pro forma and street earnings: an examination of information asymmetry around earnings announcements. *Review of Accounting Studies*, 21(1), 198–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9345-8>
- KPMG. Um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medições não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente Divulgações (2016). Recuperado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2016/11/br-divulgacoes-contabeis-outubro-2016.pdf>
- Machado, M. A. V., Macedo, M. A. da S., & Machado, M. R. (2015). Analysis of the Relevance of Information Content of the Value Added Statement in the Brazilian Capital Markets. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(67), 57–69. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512240>
- Santos, M. A. C. Dos, & Cavalcante, P. R. N. (2014). Effect of the Adoption of IFRS on the Information Relevance of Accounting Profits in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(66), 228–241. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201410690>
- Silva, A. F., Macedo, M. A. da S., & Marques, J. A. V. da C. (2012). Análise Da Relevância Da Informação Contábil No Setor Brasileiro De Energia Elétrica No Período De 2005 a 2007: Uma Discussão Com Foco Nas Variáveis Ll, Fco E Ebitda. *Revista Universo Contábil*, 8(2), 06–24. <https://doi.org/10.4270/ruc.2012210>
- Silva Filho, A. C., & Machado, M. A. V. (2013). Persistência e Relevância dos Accruals: Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(4), 387–406. <https://doi.org/10.17524/repec.v7i4.985>
- Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014b). The Value Relevance of Mandatory Non-GAAP Earnings. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 50(1), 1–24. <https://doi.org/10.1111/abac.12020>
- Vieira, C. A. M., & Girão, L. F. D. A. P. (2012). Relevância da Instrução CVM 527 para o mercado de capitais: Um Estudo sobre a Padronização do EBTIDA pela CVM. *Registro Contábil*, 5(2), 87–99.
- Young, S. (2014). The drivers, consequences and policy implications of non-GAAP earnings reporting. *Accounting and Business Research*, 44(October), 444–465. <https://doi.org/10.1080/00014788.2014.900952>