



Divulgações non-GAAP e a Remuneração do Conselho de Administração

NATALY DE MEIRELES DA SILVA

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

JOHN PABLO CÂNDIDO DANTAS SILVA

Universidade Federal de Pernambuco

AELMO FERREIRA DE OLIVEIRA

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

MAURÍCIO ASSUERO LIMA DE FREITAS

Universidade Federal de Pernambuco

Resumo

O objetivo deste artigo é analisar a associação entre a remuneração do conselho de administração e a probabilidade de divulgação de medidas de lucros non-GAAP pelas empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão - [B]³, no período de 2010 a 2020. A amostra analisada é composta por 271 empresas, possuindo 2.093 observações firmas-ano. Para alcançar o objetivo proposto foram utilizados dois procedimentos econométricos. Inicialmente, para analisar a probabilidade de divulgação do EBITDA utilizou-se um modelo com estimação *Logit*. Na sequência, para dar robustez aos resultados, os dados foram rodados por meio de Mínimos Quadrados Ordinários com efeitos fixos e controle de setor. As variáveis utilizadas no estudo foram coletadas nos documentos arquivados na CVM, também utilizou-se a Refinitiv Eikon[®]. Para identificar a divulgação ou não do EBITDA pelas empresas, foram analisadas os *press releases* divulgados e arquivados no site de RI ou na CVM. Os resultados dos modelos econométricos evidenciaram que a remuneração do conselho de administração aumenta, em média, a probabilidade da firma divulgar a medida non-GAAP EBITDA em 26%. No entanto, a probabilidade de divulgação do EBITDA é reduzida em 41% quando a firma apresenta prejuízo no exercício e esse prejuízo é maior que o prejuízo do ano anterior. As demais variáveis GAAP não foram estatisticamente significantes, logo pode-se concluir que o aumento nos lucros não influenciou diretamente na divulgação do EBITDA. Além disto, quantitativamente, observa-se uma redução na divulgação do EBITDA nos exercícios de 2019 e 2020. Desta forma, este estudo contribui para os diversos usuários da informação contábil, em especial, lança um olhar sobre o problema de agência, ao fornecer evidências relacionadas à remuneração do agente e a divulgação de informações – redução da assimetria informacional, ao principal. Além disto, fornece evidências sobre as medidas non-GAAP para os órgãos normativos contábeis, a nível nacional e internacional.

Palavras-chave: Remuneração, Conselho de administração, Medidas non-GAAP, EBITDA.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1 INTRODUÇÃO

O produto da contabilidade é a informação, uma mercadoria poderosa e importante, capaz de mitigar a assimetria informacional entre os seus usuários (Scott, 2015). No entanto, a informação sobre lucros apresentados nos demonstrativos exigidos pelos padrões contábeis geralmente aceitos (GAAP) parece não ser suficientes para os investidores (Ribeiro, Shan, & Taylor, 2019). Esta insatisfação dos investidores em relação a utilidade informacional dos demonstrativos financeiros, é suportada por evidências empíricas que têm documentado um decréscimo, das informações financeiras e dos lucros, em evidenciar o desempenho presente, bem como futuro das empresas (Lev, 2018).

Para atender uma necessidade do mercado ou usuários da contabilidade, no geral, por mais informações, os gerentes passaram a divulgar medidas de desempenho adicionais, conhecidas como lucros non-GAAP (Marques, 2010). As empresas utilizam as medidas de lucros non-GAAP com o objetivo de reduzir assimetria de informações e informar melhor o mercado sobre os seus lucros futuros (Charitou, Floropoulos, Kamananou, & Loizides, 2018; Cormier, Demaria, & Magnan, 2017; Bradshaw & Sloan, 2002; Brown & Sivakumar, 2003; Huang & Skantz, 2016).

Pesquisas têm evidenciado que os lucros non-GAAP são uma medida com conteúdo informacional mais relevante que os lucros GAAP (Bradshaw & Sloan, 2002; Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003; Ribeiro et al., 2019). O IASB tem reconhecido que as medidas non-GAAP são bastante valiosas, dado que conjuntamente às informações GAAP, elas podem melhorar a análise financeira das empresas, em virtude das exclusões de determinados itens que não permitem um entendimento das tendências históricas ou futuras dos lucros ou fluxos de caixa (IASB, 2017).

Neste ínterim, é cada vez mais recorrente o uso de informações non-GAAP pelos diversos usuários das informações contábeis para avaliações e predições de fluxos de caixa, com base na alegação de que as exclusões de itens transitórios fornecem uma medida do real desempenho da entidade (Coulton, Ribeiro, Shan, & Taylor, 2016; Black, Black, & Christensen, 2018; Christensen, Pei, Pierce, & Tan, 2019).

Na contramão dos estudos supracitados, pesquisas apontam que há determinantes nas divulgações non-GAAP, como a regulamentação por autoridades de mercado, características de governança corporativa e uma série de outros fatores exógenos e endógenos que podem influenciar a quantidade e a qualidade da divulgação non-GAAP (Moscariello & Pizzo, 2019).

Nesse sentido, vários estudos identificaram a governança corporativa como um determinante na divulgação, uma vez que as ações discricionárias dos CEO's, gerentes e conselho de administração podem ser usadas de forma estratégica ou oportunista para atingir metas de desempenho (Frankel, McVay, & Soliman, 2011; Black & Christensen, 2009; Charitou et al., 2018). Isto porque os acordos contratuais de remuneração dos acionistas e administradores aumentam o desejo de divulgação de números contábeis mais informativos (Grey, Stathopoulos, & Walker, 2012). Além disso, planos de remuneração podem incentivar os gerentes a aumentar as divulgações non-GAAP (Bansal, Seetharaman, & Wang, 2013).

Considerando que uma das funções do conselho é revisar as divulgações dos lucros (Xu, Bhuiyan, & Rahman, 2016), Black, Black e Christensen (2018) destacam o papel do conselho de administração, que funciona como um filtro (que pode ser intencional ou não) nos relatórios non-GAAP dos gerentes, semelhante ao papel desempenhado por analistas, assim o monitoramento do conselho diante das métricas de desempenho non-GAAP é visto como um sinal de qualidade de divulgação non-GAAP. Desta forma, a presença de um conselho independente limita o oportunismo na divulgação voluntária de lucros (Frankel et al., 2011).

Estudo recente de Lont, Ranasinghe e Roberts (2020) sugere que os gestores divulgam medidas non-GAAP com intenções oportunistas motivadas pela remuneração e não com o



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

objetivo de reduzir a assimetria da informação. Além disso, o estudo fornece evidências empíricas de que o nível de remuneração do CEO está associado à probabilidade e frequência de divulgações non-GAAP.

Considerando os resultados supracitados e dada a importância do papel do conselho de administração na divulgação dos lucros das empresas, se faz necessário investigar uma nova variável que pode ser determinante nos relatórios non-GAAP: o efeito da remuneração do conselho de administração. Diante do exposto, apresenta-se a seguinte problemática: **Qual a associação da remuneração do conselho de administração nas práticas de divulgação non-GAAP de empresas brasileiras listadas na B3?**

O presente estudo tem como objetivo investigar a associação entre a remuneração do conselho de administração e a probabilidade de divulgação de medidas de lucros non-GAAP pelas empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão - [B]³, onde a supervisão regulatória é menos prescritiva.

Nesse sentido, este estudo pode contribuir para debate com os órgãos reguladores do mercado de capitais, bem como os órgãos normativos contábeis, ao fornecer novas evidências sobre os relatórios non-GAAP e o conselho de administração. Além de contribuir para ampliação da discussão dessa temática no Brasil e principalmente na academia. Ainda, abre uma discussão sobre a relação agente e principal, ao investigar a relação entre divulgações de medidas non-GAAP para o principal, como mecanismo de mitigar a assimetria informacional, em contraparte, exigindo-se um incentivo para tal – remuneração.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Contexto Histórico das Divulgações non-GAAP no Brasil

No Brasil, em virtude do crescente uso e divulgações de informações non-GAAP em relatórios *press releases*, e seguindo no mesmo sentido da SEC, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instituiu o Ofício-Circular nº 01/2006 com orientações sobre a elaboração de informações contábeis pelas companhias. De acordo com a referida autarquia brasileira, as companhias abertas têm divulgado o EBITDA paralelamente às medidas convencionais apresentadas nas demonstrações contábeis. Posteriormente, a CVM em 2012 emitiu a Instrução nº 527/2012, contendo regras específicas para as entidades que divulgam voluntariamente o EBITDA, EBITDA ajustado e EBIT.

Conforme estudo da KPMG que entre outros tópicos, verificou a divulgação de medições (métricas ou medidas) não contábeis pelas empresas brasileiras, analisou-se os Formulários de Referências de 236 empresas em 2016, na primeira edição no ano de 2015 foram 235. De acordo com a amostra analisada, 181 empresas ou 77% divulgam o EBITDA, deste modo, representando como a métrica non-GAAP mais divulgada pelas companhias. Em segundo lugar, com 89 empresas que divulgam ou 38%, aparece o EBITDA ajustado (KPMG, 2016).

Desde as divulgações das primeiras métricas non-GAAP, ou seja, de meados da década de 1990 até o início dos anos 2000, reguladores e órgãos formuladores de padrões e normas contábeis demonstraram preocupação, e ao mesmo tempo, interesse na divulgação das medidas non-GAAP nos últimos 20 anos. Até então, essas métricas alternativas eram bastante incomuns, agrupadas em certos setores e não regulamentadas (Black & Christensen, 2009).

2.2 Conselho de Administração

A Teoria de Agência foi definida por Jensen e Meckling (1976) como uma relação contratual, onde uma parte, intitulada como principal, contrata um agente para realizar algum trabalho em seu nome, dando-lhe autoridade para a tomada de decisão. Essa relação é complexa, uma vez que o agente, tendo interesses próprios, nem sempre agirá na defesa dos



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

interesses do principal. Nesse sentido, cabe ao principal delimitar as divergências de seu interesse e monitorar as atitudes do agente, implicando no custo de agência, que abrange custos com estruturação, monitoramento e vinculação de um conjunto de contratos entre agentes com interesses conflitantes (Fama & Jensen, 1983, 2005).

Neste cenário a governança corporativa surge como um fator mitigador dos problemas de agência, uma vez que desempenha um papel substancial de monitorar e disciplinar os administradores – agentes, em nome dos acionistas – principal (Moscariello & Pizzo, 2019). O conselho de administração é o órgão central do sistema de governança, por isso, deve zelar para que seus relacionamentos – com sócios, diretor-presidente, demais executivos, comitês, conselho fiscal e auditorias, sejam eficazes e transparentes, evitando assimetria de informações, observadas regras de sigilo e equidade (IBGC, 2015).

O conselho de administração é o responsável pelo controle de decisão nas grandes empresas (Fama & Jensen, 1983, 2005). O sistema de controle interno liderado pelo conselho de administração é uma força de controle que trabalha na empresa para resolver os problemas causados pela divergência entre as decisões dos gestores e a sociedade. O sistema de controle interno tem a responsabilidade final pelo funcionamento da firma, define as regras do jogo para o CEO, contratando, demitindo e remunerando o CEO e fornecendo consultoria de alto nível (Jensen, 1993).

Dentre as atividades do conselho, está a revisão de relatórios anuais, anúncios de lucros e outras divulgações sobre os lucros. Nesse sentido, a qualidade da governança está associada às divulgações dos lucros, uma vez que o conselho de administração é responsável por essas divulgações, desta forma atuam protegendo os interesses dos acionistas contra o oportunismo gerencial (Xu et al., 2016). Beekes e Brown (2006) investigaram a ligação da qualidade de Governança com a informatividade de suas divulgações, e descobriu que as empresas mais bem administradas fazem divulgações mais informativas. Desta forma as empresas que possuem uma estrutura de conselho de administração eficaz, são mais propensas a fazer divulgações de lucros mais consistentes (Karamanou & Vafeas, 2005; Frankel et al., 2011).

No entanto, a qualidade da Governança é questionada, uma vez que estudos apontam a incidência de manipulação dos resultados relacionada a fragilidade da Governança. De acordo com Dechow, Sloan e Sweeney (1996):

as empresas que manipulam lucros são: (i) mais propensas a ter conselhos de administração dominados pela administração; (ii) maior probabilidade de haver um Diretor Presidente que atue simultaneamente como Presidente do Conselho; (iii) é mais provável que haja um CEO que também é o fundador da empresa; (iv) é menos provável que haja um comitê de auditoria; e (v) menos probabilidade de ter um blockholder externo.

Estudo de Frankel, McVay e Soliman (2011) sugere que a independência do conselho limita o oportunismo na divulgação voluntária de lucros. O estudo analisou a associação entre a independência o conselho e as características dos lucros non-GAAP e descobriu que as empresas com conselhos menos independentes são mais propensas a excluir oportunisticamente itens recorrentes dos lucros non-GAAP. Além disso, os gerentes parecem usar exclusões para cumprir metas de lucros antes de vender suas ações com mais frequência em empresas com menos conselheiros independentes. No geral, os resultados sugerem que a independência do conselho está positivamente associada à qualidade dos lucros non-GAAP.

2.3 Assimetria da Informação e Probabilidade de Divulgação non-GAAP versus Remuneração



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A contabilidade financeira e seus relatórios com base nos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) é um mecanismo redutor da assimetria da informacional, uma vez que, converte, de forma oportuna e credível, informações privilegiadas em informações públicas para os seus usuários (Scott, 2015). No entanto, conforme a literatura, os relatórios GAAP não são suficientes para reduzir a assimetria da informação entre os participantes do mercado. Desta forma, os gerentes passaram a divulgar medidas de desempenho adicionais, os lucros non-GAAP (Marques, 2010; Ribeiro et al., 2019).

As medidas de desempenho adicionais non-GAAP, que derivam das métricas GAAP, também são consideradas ferramentas eficazes, pois permite que os gerentes façam adaptações nas métricas de lucros para atender especificidades da empresa, com o objetivo de mitigar as assimetrias informacionais e sinalizar ao mercado, de forma mais efetiva, a capacidade da empresa de produzir fluxos de caixa e persistência dos lucros ao longo do tempo (Moscariello & Pizzo, 2019; Charitou et al., 2018).

Nesse sentido, o estudo de Cormier, Demaria e Magnan (2017) investigaram se a divulgação do EBITDA (non-GAAP) reduz a assimetria de informação entre gestores e investidores além da divulgação dos lucros GAAP, os resultados apontaram que a divulgação do EBITDA está associado a uma menor assimetria, pois os relatórios aumentam a relação positiva entre os lucros e os preços das ações, bem como são capazes de prever fluxos de caixa futuros, diminuindo assim a assimetria entre os gestores e investidores.

Esses achados corroboram com a ideia de que os ajustes, como as exclusões das depreciações e amortizações, são estratégias para reduzir a assimetria e proporcionar um lucro mais próximo do fluxo de caixa para os investidores (Bradshaw & Sloan, 2002; Brown & Sivakumar, 2003). Desta forma, os ajustes dos lucros non-GAAP por analistas e gerentes proporcionam maior precisão das informações do lucro e assim reduzem a assimetria de informações entre *traders* informados e desinformados após anúncios de lucro (Huang & Skantz, 2016).

No entanto, apesar dos estudos evidenciarem o benefício da redução da assimetria informacional na divulgação non-GAAP, a natureza discricionária dos cálculos abre caminho para o oportunismo gerencial que pode enganar investidores (Lougee & Marquadt, 2004; Venter, Emanuel, & Cahan, 2014; Guillamon-Saorin, Isidro, & Marques, 2017). Nesse sentido, há evidências que os gestores podem divulgar medidas non-GAAP de forma oportunista, motivados pela remuneração e não com o propósito de reduzir a assimetria informacional (Lont et al., 2020).

A divulgação de medidas non-GAAP pode ser utilizada estrategicamente para ajudar os gerentes a atingirem *benchmarks* de lucros em uma base pro forma, quando os lucros GAAP não são suficientes para atender uma referência de lucros (Marques, 2010).

Há associação entre incentivos para assumir riscos fornecidos por acordos de remuneração com base em ações e divulgações financeiras non-GAAP, desta forma os gestores com maior remuneração para a sensibilidade à volatilidade das ações são mais propensos a estar associados a divulgações voluntárias de informações de lucros non-GAAP (Bansal et al., 2013).

Essa associação também foi evidenciada no estudo de Grey, Stathopoulos e Walker (2012), que teve como objetivo analisar a relação entre a divulgação de um valor de lucro por ação (LPA) alternativo e a existência de uma meta de LPA para empresas do Reino Unido entre 2001 a 2003. Os resultados sugerem que a existência de uma meta de LPA está significativamente e positivamente relacionada à decisão dos gestores de divulgar um valor de LPA alternativo.

A literatura fornece evidências de que há ligação entre o processo de contração de remuneração e as decisões de divulgação voluntária e que o uso de earnings per share (EPS)



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

non-GAAP para contratação de remuneração influencia a probabilidade e a qualidade das informações de EPS non-GAAP divulgadas aos investidores em anúncios de lucros anuais (Black et al., 2018). Com base nos estudos apresentados, formula-se a seguinte hipótese:
H₁: A remuneração do Conselho de Administração está associada à probabilidade de divulgações non-GAAP.

2.4 Estudos correlatos: non-GAAP e Governança Corporativa

As motivações gerenciais para o uso e divulgação de métricas de lucros non-GAAP pelas empresas que operam no mercado de capitais já foi objeto de vários estudos no campo internacional. Os estudos, elencados a seguir, se propuseram a investigar novos determinantes que influenciam na qualidade da divulgação non-GAAP, tais como: características da governança corporativa, conselho de administração e remuneração do CEO.

Nos EUA, Frankel et al. (2011) examinaram como a independência do conselho pode estar associada à quantidade e qualidade da divulgação dos lucros non-GAAP. Segundo o estudo, as empresas com conselhos menos independentes são mais propensas a excluir oportunisticamente itens recorrentes dos lucros non-GAAP. Além disso, as exclusões dos lucros non-GAAP possuem uma associação maior com os lucros GAAP futuros e lucros operacionais quando os conselhos contêm proporcionalmente menos diretores independentes. Os autores ainda destacam que há evidências que os gerentes usam exclusões para cumprir metas de lucros antes de vender suas ações com mais frequência em empresas com menos conselheiros independentes.

Black e Christensen (2009) investigaram o uso de ajustes non-GAAP pelos gerentes dos EUA para cumprir metas estratégicas de lucros, e, descobriram que os gerentes frequentemente excluem despesas recorrentes, como depreciação, pesquisa e desenvolvimento e remuneração baseada em ações para atender a essas metas estratégicas. Essa evidência foi encontrada de forma agressiva nos relatórios non-GAAP.

No Reino Unido, o estudo de Charitou, Floropoulos, Karamanou e Loizides (2018) teve como objetivo identificar se a decisão de empresas britânicas que divulgaram lucros non-GAAP na demonstração de resultado no período de 2006 a 2013, estaria relacionada ao desempenho financeiro da empresa e às características de governança corporativa. Os resultados evidenciaram que empresas com maior governança e menos lucrativas são mais propensas a divulgar lucro non-GAAP na demonstração de resultados.

Na Nova Zelândia, Xu, Bhuiyan e Rahman (2016) evidenciaram a presença de diretores independentes no conselho como um dos principais determinantes de divulgação dos lucros non-GAAP. De acordo com os resultados há uma associação negativa entre o nível de divulgação de resultados non-GAAP e a qualidade da governança. Os achados se assemelham aos resultados de (Charitou et al., 2018)

No Canadá, Cormier, Lapointe-Antunes e Magnan (2011) analisaram a relação entre governança e relatórios financeiros para medidas de desempenho non-GAAP. De acordo com o estudo, uma proporção maior de curadores independentes no conselho restringe a discricão dos gerentes, e apoia a visão de que a responsabilidade dos conselhos se estende além dos relatórios GAAP auditados.

Ainda no mercado canadense, Cormier et al. (2017) descobriram que a governança corporativa substitui o EBITDA. Segundo o estudo, o EBITDA ajuda os participantes do mercado a avaliar melhor a avaliação dos lucros quando a governança de uma empresa é fraca. Inversamente, quando a governança é forte, a divulgação de informações de EBITDA tem um impacto muito menor sobre a relação lucro-preço de ações.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho tem como objetivo investigar a associação entre a remuneração do conselho de administração e a probabilidade de divulgação de medidas de lucros non-GAAP pelas empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão - [B]³. O período de análise é compreendido de 2011 a 2020, no entanto, foram coletados dados a partir de 2010 para a formulação das *dummies* utilizadas como variáveis independentes. Nas seções seguintes desta metodologia, serão apresentadas a população e amostra, coleta de dados, as variáveis que irão embasar à resposta de pesquisa, os modelos e métodos econométricos utilizados no estudo, respectivamente.

3.1 População, Amostra e Coleta de Dados

A população deste estudo será compreendida por todas as companhias brasileiras listadas na [B]³. Delimitou-se como período inicial para a análise o ano de 2010, em virtude de ser o ano em que as IFRS passaram a ser adotadas de forma obrigatória pelas companhias. Serão utilizados dados até 2020 em virtude de ser o último exercício fiscal anual disponível até a data em que se realiza esta pesquisa.

Foi utilizada a plataforma de dados Refinitiv Eikon[®] para a coleta das variáveis, exceto as variáveis - remuneração do conselho de administração e a variável dependente – divulgação ou não da medida non-GAAP. A variável remuneração do conselho foi coletada manualmente da base de dados compartilhada pela CVM, enquanto a variável dependente – divulgação ou não da medida non-GAAP, foi coletada manualmente nos *press releases* divulgados pelas empresas. Os *press releases* foram coletados no sítio de Relações com Investidores das empresas ou arquivadas na CVM.

3.2 Variáveis Utilizadas e Modelo Econométrico

Com o objetivo de responder à questão problema, que inclui todas as empresas que divulgaram ou não medidas non-GAAP durante o período em análise, a variável dependente – NON-GAAP, será representada por uma variável binária. NON-GAAP será igual a 1 quando a empresa faz a divulgação do EBITDA, medida non-GAAP, e 0 caso contrário.

Para o processo de seleção das variáveis, utilizou-se como referência o artigo de Lont et al. (2020), que utilizou a mesma metodologia para verificar a probabilidade de divulgação e a remuneração dos CEO's em empresas neozelandesas.

Foi utilizado um modelo de regressão múltipla para analisar a probabilidade de divulgação do EBITDA como medida non-GAAP divulgado pelas empresas, a Equação 1 a seguir detalha o modelo. Ademais, foram utilizados dois procedimentos econométricos, primeiro, os dados foram rodados por meio de uma estimação *Logit*, na sequência, para dar robustez aos resultados, foi rodado o mesmo modelo com Mínimos Quadrados Ordinários com efeitos fixos e controle de setor.

$$\text{NONGAAP}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \ln \text{REMUNBOARD}_{it} + \beta_2 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_3 \text{GAAPNEG}_{>it} + \beta_4 \text{GAAPNEG}_{<it} + \beta_5 \text{GAAPPOS}_{<it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A Tabela 1 a seguir apresenta a descrição das variáveis utilizadas na equação 1.

Tabela 1 Descrição das variáveis utilizadas no estudo

Variável	Descrição	Coleta	Variável
NON-GAAP	Representa a divulgação ou não do EBITDA pelas companhias, sendo atribuído 1 caso divulgado, 0 caso contrário	Press releases e/ou CVM	Variável dependente
lnREMUNBOARD	Representa o logaritmo natural da remuneração do conselho de administração da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i>	CVM	Variável independente
lnTAM	Logaritmo natural dos ativos totais da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i>	Refinitiv Eikon®	Variável independente
GAAPNEG>	<i>Dummy</i> assumindo valor 1 caso os resultados GAAP forem negativos no ano <i>t</i> e representam um aumento em relação aos resultados do ano anterior (1 se $GAAP_t < 0$ e $GAAP_{t-1} < GAAP_t$), 0 caso contrário		Variável independente
GAAPNEG<	<i>Dummy</i> assumindo valor 1 caso os resultados GAAP forem negativos no ano <i>t</i> e representam uma diminuição em relação aos resultados do ano anterior (1 se $GAAP_t < 0$ e $GAAP_{t-1} > GAAP_t$), 0 caso contrário		Variável independente
GAAPPOS<	<i>Dummy</i> assumindo valor 1 caso os resultados GAAP forem positivos no ano <i>t</i> e representam uma diminuição em relação aos resultados do ano anterior (1 se $GAAP_t > 0$ e $GAAP_{t-1} > GAAP_t$), 0 caso contrário		Variável independente

Fonte: Elaboração própria (2022).

Para os modelos MQO e *Logit* conforme Equação 1, resultou-se na análise de 271 empresas e um total de 2.093 observações firmas-ano. As variáveis REMUNBOARD e TAM foram winsorizadas a 1%, antes do processo de logaritimização.

Ademais, foram realizados os procedimentos de verificação de possível problema de multicolinearidade entre as variáveis. A verificação do pressuposto ocorreu por meio do *Variance Inflation Factor* (VIF). Com base nos resultados apresentados na Tabela 2 a seguir, pode-se verificar que a Eq. 1 não apresentam violação de multicolinearidade. Deste modo observa-se que não existe correlações elevadas entre as variáveis.

Tabela 2 Variance Inflation Factor (VIF)

Variável	Eq. 1
lnREMUNBOARD	1,19
lnTAM	1,23
GAAPNEG>	3,57
GAAPNEG<	3,05
GAAPPOS<	2,60
Média VIF	2,33

Fonte: Dados da pesquisa, 2022.

A normalidade dos dados, além da verificação de possível heterocedasticidade, foram testadas. Na presença de heterocedasticidade, de acordo com Wooldridge (2015) é possível ajustar os erros-padrão, estatísticas *t*, *F* e *LM* de forma a torná-las válidas na presença de heterocedasticidade de forma desconhecida. Em virtude do resultado apresentado para a

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

heterocedasticidade, realizado por meio do Teste de White, cujo resultado da prob>chi2 foi igual a 0,0000, foi aplicado a correção de White para obtenção de erros-padrão robustos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatística Descritiva

Abaixo apresenta-se a Tabela 3, evidenciando o quantitativo de empresas analisadas por ano e a quantidade de divulgações do EBITDA ao longo do período de 2011 a 2020. Nota-se que a partir do ano de 2012, a prática de divulgação do EBITDA, aumentou, quando comparada a 2011.

Importante ressaltar que a prática de divulgação do EBITDA foi regulamentada pela CVM com a instituição da Instrução nº 527/2012, com o objetivo de normatizar a utilização e divulgação voluntária de informações de natureza não contábil e passou a ser utilizada pelas entidades a partir do exercício fiscal iniciado em 2013. Desde então, nota-se uma tendência crescente de divulgação de 2013 a 2018. Vale destacar que nos anos de 2019 e 2020, houve oscilação significativa na divulgação do EBITDA.

Tabela 3 Divulgação da medida non-GAAP por ano

Ano	Total de empresas	Divulgação EBITDA	%
2011	175	89	50,86
2012	182	102	56,04
2013	176	106	60,23
2014	181	110	60,77
2015	177	109	61,58
2016	189	113	59,79
2017	252	143	56,75
2018	256	106	41,41
2019	255	99	38,82
2020	250	99	39,60

Fonte: Dados da pesquisa, 2022.

A Tabela 4 a seguir evidencia a estatística descritiva das variáveis analisadas no presente estudo, objetivando inspecioná-las.

Tabela 4 Estatística Descritiva

Variável	Nº obs.	Média	Erro padrão	Mínimo	Máximo
NON-GAAP	2.093	0,5140946	0,4999207	0	1
lnREMUNBOARD	2.093	11,91804	1,468343	6,659294	14,94174
lnTAM	2.093	21,82178	1,887529	17,40576	27,52581
GAAPNEG>	2.093	0,085676	0,2783037	0	1
GAAPNEG<	2.093	0,1844243	0,3879225	0	1
GAAPPOS<	2.093	0,2537028	0,4352335	0	1

Fonte: Dados da pesquisa, 2022.

Conforme exposto acima, as médias das variáveis apresentam comportamento diversificado. A variável explicativa lnREMUNBOARD e lnTAM apresentaram médias bem distintas. Sendo a média da variável lnTAM bem superior a lnREMUNBOARD. A variável lnTAM, apresentou os maiores valores mínimos e maiores valores máximos que as demais variáveis. Os desvios-padrão apresentam-se dentro dos limites, não sendo superior às médias, o que poderia ocasionar interferências nos dados.

As demais *dummies* foram utilizadas para capturar o efeito na divulgação do EBITDA. Nota-se que 51 % da amostra divulgou o EBITDA no período. Com relação a *dummy* GAAPNEG>, apenas 8% da amostra apresentou prejuízo maior que o prejuízo do exercício

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

anterior. No tocante a variável GAAPNEG<, 18% da amostra apresentou prejuízo menor que o prejuízo do ano anterior. Por último, referente a variável GAAPPOS<, nota-se que 25% da amostra apresentou lucro menor que o lucro do exercício anterior.

4.2 Análise Econométrica

Com o objetivo de avaliar a probabilidade da ocorrência da divulgação do EBITDA com base no comportamento da variável de remuneração do conselho de administração, apresentam-se na Tabela 5 abaixo os resultados obtidos nas regressões *Logit* e *Logistic (Odds ratio)*.

Tabela 5 Resultados da Regressão da Equação 1

Painel A: Estatística das Variáveis			
NON-GAAP (equação 1)			
Variáveis	Coefficiente	Odds Ratio	p-valor
lnREMUNBOARD	0,2382934 (0,0397756) ^ε	1,269082	0,000*
lnTAM	0,1996234 (0,0301056) ^ε	1,220943	0,000*
GAAPNEG>	-0,5310091 (0,1755837) ^ε	0,5880113	0,002*
GAAPNEG<	-0,1447757 (0,1236144) ^ε	0,8652163	0,242
GAAPPOS<	0,0684465 (0,1134233) ^ε	1,070843	0,546
Constante	-7,08773 (0,6798933) ^ε	0,0008353	0,000*
Painel B: Estatística do Modelo			
Modelo	Logit com correção de White para heterocedasticidade		
Pseudo R ²	0,066		
Wald chi ²	136,94		
Prob > F	0,0000		
N ^o observações	2.093		

Fonte: Dados da pesquisa, 2022.

Notas: *Estatisticamente significativa a 1%; **Estatisticamente significativa a 5%; ***Estatisticamente significativa a 10%. ^ε erros-padrão robustos.

Observa-se que as variáveis explicativas lnREMUNBOARD e lnTAM apresentaram coeficientes positivos e significantes. Desta forma, de acordo com o comportamento dessas variáveis explicativas, pode-se concluir que quanto maior for a remuneração do conselho e o ativo total da empresa, maior será a probabilidade de divulgação do EBITDA. A *dummy* GAAPNEG> foi estatisticamente significativa, porém seu coeficiente negativo, logo, pode-se inferir que quando o prejuízo do ano é maior do que o prejuízo do ano anterior não há aumento da probabilidade de divulgação do EBITDA. As demais variáveis GAAPNEG< e GAAPPOS< não apresentaram significância estatística.

Com o objetivo de identificar as razões de chance de ocorrência do evento de divulgação de informações non-GAAP obteve-se o *odds ratio* acima. Desta forma pode-se depreender que o aumento em uma unidade no logaritmo natural da remuneração do conselho de administração aumenta, em média, 1,269082 vezes as chances da entidade divulgar a medida non-GAAP EBITDA, ou seja, um aumento de 27% na divulgação. Assim como um aumento em uma unidade no logaritmo natural do ativo total da empresa aumenta, em média, 1,220943 vezes a chance da entidade divulgar o EBITDA, ou seja, um aumento de 22% na divulgação. Com relação a variável GAAPNEG >, se a entidade apresentar prejuízo maior

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

que o prejuízo do ano anterior, reduz em média, 41% a chance dessa entidade divulgar o EBITDA. As demais variáveis não foram estatisticamente significantes.

Na sequência, após a análise da Equação 1 com a utilização da metodologia *Logit* e *Logistic*, e com intuito de dar robustez aos resultados apresentados anteriormente, foi utilizada a mesma equação rodada com Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com efeitos fixos, correção de White para heterocedasticidade e controlada para o setor. A seguir, na Tabela 6 estão apresentados os resultados.

Tabela 6 Resultados da Regressão da Equações 1

Painel A: Estatística das Variáveis		
NON-GAAP (equação 1)		
Variáveis	Coefficiente	p-valor
lnREMUNBOARD	0,0370411 (0,0155804) [€]	0,039**
lnTAM	0,084927 (0,0284179) [€]	0,014**
GAAPNEG>	-0,1752207 (0,0508329) [€]	0,006*
GAAPNEG<	-0,0872376 (0,0258651) [€]	0,007*
GAAPPOS<	0,0271031 (0,0249414) [€]	0,303
Constante	-1,75659 (0,4905644) [€]	0,005*
Painel B: Estatística do Modelo		
Modelo	Efeitos fixos com correção de White para heterocedasticidade e com controle por setor	
R ²	0,0640	
F (5, 10)	27,65	
Prob > F	0,0000	
N ^o observações	2.093	

Fonte: Dados da pesquisa, 2022.

Notas: *Estatisticamente significativa a 1%; **Estatisticamente significativa a 5%; ***Estatisticamente significativa a 10%. [€] erros-padrão robustos.

Corroborando os resultados apresentados no Logit, a remuneração do conselho de administração está positivamente associada à divulgação da medida non-GAAP analisada neste estudo. A cada unidade de logaritmo natural da remuneração, a probabilidade do EBITDA ser divulgado aumenta em 3,7 pontos percentuais. A variável REMUNBOARD é estatisticamente significativa ao nível de 5%.

Este resultado está diretamente relacionado com os achados do estudo de Lont et al., (2020), em que os autores demonstraram haver evidências de que gestores, neste caso o Conselho de Administração, divulgam medidas non-GAAP de forma oportunista, motivados pelo contexto da remuneração. No entanto, os autores destacam que gestores com intenções altruístas provavelmente divulgam medidas non-GAAP para sinalizar informações privilegiadas aos investidores.

O resultado também vai ao encontro do estudo de Bansal et al., (2013), onde foi verificada uma associação entre a divulgação de medidas non-GAAP e incentivos para remuneração. Desta forma, no âmbito deste estudo, o Conselho de Administração, em média, está mais propenso para a divulgação de medidas non-GAAP, em contrapartida, havendo uma compensação financeira para tal.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo fornece evidências sobre a remuneração do conselho de administração e a probabilidade de divulgação de medidas de lucros non-GAAP (EBITDA) pelas empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão - [B]³, considerando o período de 2011 a 2020. A amostra analisada é composta por 271 empresas, possuindo 2.093 observações firmas-ano. Segundo estudo recente de Lont et al. (2020), os gestores divulgam medidas non-GAAP com intenções oportunistas motivadas pela remuneração e não com o objetivo de reduzir a assimetria da informação, desta forma o nível de remuneração do CEO é associado à probabilidade e frequência de divulgações non-GAAP. Nesse sentido, foi formulada a seguinte hipótese: H₁: A remuneração do Conselho de Administração está associada à probabilidade de divulgações non-GAAP.

Os resultados dos modelos econométricos não rejeitaram a H₁, desta forma evidenciou que a remuneração do conselho de administração aumenta a probabilidade da firma divulgar a medida non-GAAP EBITDA em 26%. Os resultados da regressão linear com efeitos fixos também estão em linha com o modelo *Logit*, havendo uma probabilidade de divulgação maior em 3,7 pontos percentuais. Esses achados são semelhantes ao estudo base de Lont et al. (2020), onde a remuneração do CEO foi associada à probabilidade e frequência de divulgações non-GAAP. No entanto, a probabilidade de divulgação do EBITDA é reduzida em 41% quando a firma apresenta prejuízo no exercício e esse prejuízo é maior que o prejuízo do ano anterior. As demais variáveis GAAP não foram estatisticamente significantes, logo pode-se concluir que o aumento nos lucros não influenciou diretamente na divulgação do EBITDA.

Importante ressaltar que a prática de divulgação do EBITDA foi regulamentada pela CVM com a instituição da Instrução nº 527/2012 que teve como objetivo normatizar a utilização e divulgação voluntária de informações de natureza não contábil e passou a ser utilizada pelas entidades a partir do exercício fiscal iniciado em 2013. Desde então, nota-se uma tendência crescente de divulgação do EBITDA nos anos de 2013 a 2018. Vale destacar que nos anos de 2019 e 2020, houve uma oscilação negativa significativa na divulgação do EBITDA. A redução da divulgação do EBITDA pode estar associada aos prejuízos dos exercícios ou às consequências econômicas decorrentes da pandemia do Covid19.

Destaca-se que novos requisitos de divulgação para o EBITDA e demais medida non-GAAP definidas como medidas de desempenho da administração, estão sendo propostos pelo IASB no seu projeto de Demonstrações Financeiras Primárias (2020). O objetivo é melhorar a forma como as empresas comunicam informações em suas demonstrações financeiras. Desta forma caso aprovado, as empresas passarão a divulgar as informações non-GAAP nas suas notas explicativas, com a devida explicação da importância da métrica non-GAAP para a empresa

Desta forma, este estudo contribui para os diversos usuários da informação contábil, em especial, lança um olhar sobre o problema de agência, ao fornecer evidências relacionadas à remuneração do agente e a divulgação de informações – redução da assimetria informacional, ao principal. Além disto, fornece evidências sobre as medidas non-GAAP para os órgãos normativos contábeis, a nível nacional e internacional.

Uma das limitações deste estudo consiste na análise de apenas uma medida non-GAAP, o EBITDA. A definição do EBITDA como objeto deste estudo, foi fundamentada nos resultados da pesquisa da KPMG (2016), a qual verificou que o EBITDA é a medida voluntária mais divulgada pelas empresas brasileiras listadas na [B]³. Desta forma, sugere-se analisar outras medidas non-GAAP, tais como: o EBITDA ajustado, dívida líquida, *Funds from Operations* (FFO), FFO ajustado, *Net Operating Income* (NOI), lucro líquido ajustado e índice de eficiência. A análise da remuneração do conselho baseia-se apenas no salário fixo,

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

desta forma, sugere-se analisar a remuneração variável, tais como: planos de ações baseados em caixa ou entrega de ações, outros instrumentos patrimoniais e demais bônus.

REFERÊNCIAS

- Bansal, N.; Seetharaman, A.; Wang, X. F. (2013). Managerial risk-taking incentives and non-GAAP earnings disclosures. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, v. 9, n. 1, p. 100–121.
- Beekes, W., & Brown, P. (2006). Do better-governed Australian firms make more informative disclosures. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(3–4), 422–450.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00614.x>
- 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), 285-319.
- Black, D. E.; Black, E. L.; Christensen, T. E. (2018). The Use of Non-GAAP Performance Metrics for Compensation Contracting and Financial Reporting The Use of Non-GAAP Performance Metrics for Compensation Contracting and Financial Reporting.
- Black, D. E.; Christensen, T. E. (2009). US managers’ use of “pro forma” adjustments to meet strategic earnings targets. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 36, n. 3–4, p. 297–326.
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. (2002). GAAP versus the Street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41–66.
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00038>
- 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>
- Charitou, A., Floropoulos, N., Karamanou, I., & Loizides, G. (2018). Non-GAAP earnings disclosures on the face of the income statement by UK firms: The effect on market liquidity. *The International Journal of Accounting*, 53(3), 183-202..
- Christensen, T. E., Pei, H., Pierce, S. R., & Tan, L. (2019). Non-GAAP reporting following debt covenant violations. *Review of Accounting Studies*, 24(2), 629–664.
<https://doi.org/10.1007/s11142-019-09492-1>
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2012). *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. Acesso em 15/06/2021.
- Coulton, J., Ribeiro, A., Shan, Y., & Taylor, S. (2016). The rise and rise of non-GAAP disclosure: A survey of Australian practice and its implications. Chartered accountants Australia and New Zealand and Center for international finance and regulation.
- Cormier, D., Demaria, S., & Magnan, M. (2017). Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants?. *Managerial finance*.
- Cormier, D.; Lapointe-Antunes, P.; Magnan, M. (2011) Revisiting the relevance and reliability of non-GAAP reporting: The case of the income trusts. *Contemporary Accounting Research*, v. 28, n. 5, p. 1585–1609.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (2005). Agency Problems and Residual Claims. SSRN Electronic Journal, XXVI(June), 327–349. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94032>
- Frankel, R.; McVay, S.; Soliman, M. Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, v. 16, n. 4, p. 719–744, 2011.
- Grey, C.; Stathopoulos, K.; Walker, M. International Review of Financial Analysis The impact of executive pay on the disclosure of alternative earnings per share figures. *International Review of Financial Analysis*, 2012.
- Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements. *Journal of Business Finance and Accounting*, 44(3–4), 448–479. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12238>
- Huang, Q., & Skantz T. R. The informativeness of pro forma and street earnings: an examination of information asymmetry around earnings announcements. [s.l.] Springer US, 2016. v. 21
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. In Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015. <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453–486. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00177.x>
- KPMG. Divulgações contábeis 2016: um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medições não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente. Brasil, 2016. Disponível em: <https://bit.ly/3qdElo4>. Acesso em: 18 out. 2020.
- Lont, D. H.; Ransinghe, D., & Roberts, H. Non-GAAP Disclosures and CEO Pay Levels. *International Journal of Accounting*, v. 55, n. 4, 2020.
- Lougee, B. a, & Marquardt, C. a. (2004). An Disclosure : Empirical Examination of " Pro Earnings Earnings. *The Accounting Review*, 79(3), 769–795.
- Marques, A. Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. *British Accounting Review*, v. 42, n. 2, p. 119–131, 2010.
- Moscariello, N., & Pizzo, M. (Eds.). (2019). Reporting Non-GAAP financial measures: a theoretical and empirical analysis in Europe. Cambridge Scholars Publishing.
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory* Seventh Edition. United States: Canada Cataloguing.
- Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014). The value relevance of mandatory non-GAAP earnings. *Abacus*, 50(1), 1–24. <https://doi.org/10.1111/abac.12020>
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.
- Xu, B.; Bhuiyan, M. B. U.; & Rahman, A. Underlying profit in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, v. 28, n. 2, p. 111–134, 2016.