

FACULDADE FIPECAFI

**PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL
EM CONTROLADORIA E FINANÇAS**

THIAGO SILVA DE ALMEIDA

**Impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações nos
mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América**

SÃO PAULO

2025

THIAGO SILVA DE ALMEIDA

Impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações nos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI para obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Orientadora: Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva

SÃO PAULO

2025

FACULDADE FIPECAFI

Prof. Dr. Welington Rocha

Diretor Presidente

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia

Diretor de Pesquisa

Profa. Dra. Eliana Rodrigues

Diretora de Cursos

Prof. Dr. Paschoal Tadeu Russo

Coordenador do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

Catálogo na publicação

Serviço de Biblioteca da Faculdade FIPECAFI

Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras (FIPECAFI)

Dados fornecidos pelo (a) autor (a)

A447i Almeida, Thiago Silva de.

Impacto da utilização de mediações não contábeis em ofertas públicas de ações nos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América. / Thiago Silva de Almeida. -- São Paulo, 2025.

77 p.

Dissertação (Mestrado Profissional) - Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças – Faculdade FIPECAFI Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras

Orientador: Profa. Dr.^a Fabiana Lopes da Silva.

1. Mediações não contábeis. 2. Mercado de capitais. 3. IPO. 4. Follow-On. 5. Divulgação financeira. I. Profa. Dr.^a Fabiana Lopes da Silva.

332.63

THIAGO SILVA DE ALMEIDA

Impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações nos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Aprovado em: 27 / 08 / 2025

Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva
Faculdade FIPECAFI
Professora Orientadora – Presidente da Banca Examinadora

Prof. Dr. George André Willrich Sales
Faculdade FIPECAFI
Membro Interno

Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo
Fundação Instituto de Administração - FIA
Membro Externo

SÃO PAULO

2025

Dedicatória. Dedico este trabalho à minha família, alicerce de todas as minhas conquistas. À minha esposa e filhas, por cada gesto de paciência, carinho e compreensão nos momentos em que precisei me ausentar, mesmo estando presente. À minha mãe e à minha avó, por me ensinarem, com o exemplo, o verdadeiro significado de dedicação, coragem e perseverança. Este trabalho é também fruto do amor, da força e da inspiração que recebo de vocês todos os dias.

Agradecimentos

Agradeço, com profunda admiração e respeito, à Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva, por sua orientação dedicada, paciência incansável e valiosas contribuições nas discussões metodológicas e estatísticas que fundamentaram esta pesquisa. Sua escuta atenta, rigor acadêmico e incentivo constante foram essenciais para a construção deste trabalho.

À minha esposa e filhas, pelo amor, compreensão e apoio incondicional ao longo de toda esta jornada. Estendo minha gratidão aos demais familiares, que, de diferentes formas, contribuíram para que este momento fosse possível.

Aos colegas do curso de mestrado, que compartilharam experiências, desafios e aprendizados ao longo dessa trajetória. Em especial, agradeço ao colega Francisco Aparecido Smanioto, pela parceria sólida e produtiva durante o curso e nas pesquisas desenvolvidas em conjunto.

Aos professores, mestres e doutores que generosamente compartilharam seus conhecimentos e experiências, contribuindo para minha formação acadêmica e profissional.

A todos que, direta ou indiretamente, colaboraram para a realização desta dissertação, deixo aqui meu sincero reconhecimento e gratidão. E, por último mas não menos importante, um obrigado especial ao meu querido sobrinho “JG”.

Nos mercados onde o valor se mede em confiança, a integridade é o ativo que nunca se deprecia.
Inspiração nos valores da KPMG

RESUMO

Almeida, Thiago S. (2025). *Impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações nos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América* (Dissertação de Mestrado). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

Esta dissertação investiga o impacto da divulgação de medições não contábeis (medidas financeiras não-GAAP) em ofertas públicas de ações, com foco comparativo entre os mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América. A motivação do estudo decorre da crescente utilização dessas métricas por empresas emissoras, especialmente em contextos de abertura de capital, e das implicações que tal prática pode ter sobre a percepção dos investidores e a precificação dos ativos. Com base nas teorias da divulgação e da sinalização, o trabalho parte da premissa de que a apresentação de informações financeiras ajustadas pode reduzir a assimetria informacional e sinalizar qualidade superior ao mercado. A pesquisa adota abordagem quantitativa, com delineamento hipotético-dedutivo, e utiliza técnicas de regressão múltipla e logística para testar dez hipóteses relacionadas à associação entre a divulgação de medições não contábeis e o desempenho das ações no momento da oferta. A amostra é composta por 416 operações, sendo 217 IPOs e 199 Follow-On's, realizadas entre janeiro de 2021 e dezembro de 2023, abrangendo empresas listadas na B3 e na SEC. As variáveis independentes incluem as medições não contábeis EBITDA, EBITDA Ajustado, Margem EBITDA, Margem EBITDA Ajustada, Lucro Bruto Ajustado, Lucro Operacional Ajustado, Lucro Líquido Ajustado, Fluxo de Caixa Livre, Margem Operacional Ajustada e Dívida Bruta e Dívida Líquida, enquanto a variável dependente principal é a variação do preço das ações e o índice de divulgação. Os resultados indicam que determinadas medições não contábeis, como EBITDA Ajustado, Fluxo de Caixa Livre, Margem Operacional Ajustada e Dívida Bruta e Dívida Líquida, apresentam associação estatisticamente significativa e positiva com o desempenho das ações, sugerindo que o mercado reage de forma seletiva e favorável a determinadas formas de divulgação alternativa. Em contrapartida, métricas tradicionais como EBITDA simples e Lucro Operacional Ajustado não apresentaram significância estatística. A análise econométrica foi complementada por testes de robustez, incluindo verificação de multicolinearidade, heterocedasticidade e normalidade dos resíduos, com aplicação de erros padrão robustos. Adicionalmente, o estudo identificou os principais determinantes da divulgação de medições não contábeis, destacando-se positivamente empresas auditadas por Big Four, o retorno sobre o ativo (ROA) e a realização da oferta no Brasil. Empresas com maior liquidez e ativos totais apresentaram menor propensão à divulgação dessas métricas. As contribuições do trabalho são múltiplas: do ponto de vista teórico, o trabalho contribui para o avanço da literatura ao integrar as teorias da divulgação e da sinalização em um contexto empírico comparado; do ponto de vista prático, os achados oferecem subsídios relevantes para emissores, investidores institucionais e reguladores, ao evidenciar que a divulgação seletiva de métricas ajustadas pode influenciar significativamente a percepção de valor durante o processo de captação de recursos via mercado de capitais.

Palavras-chave: Medições Não Contábeis; Mercado de Capitais; IPO; Follow-On; Divulgação Financeira.

ABSTRACT

Almeida, T. S. (2025). *Impact of the Use of Non-GAAP Measures in Initial Public Offerings in the Brazilian and U.S. Capital Markets* (Masters Dissertation). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

This dissertation investigates the impact of disclosing non-GAAP financial measures in public equity offerings, with a comparative focus on the capital markets of Brazil and the United States of America. The study is motivated by the growing use of such metrics by issuing companies, particularly in capital-raising contexts, and the implications this practice may have on investor perception and asset pricing. Based on disclosure and signaling theories, the research assumes that presenting adjusted financial information can reduce information asymmetry and signal superior quality to the market. The study adopts a quantitative approach, with a hypothetico-deductive design, and applies multiple and logistic regression techniques to test ten hypotheses regarding the association between the disclosure of non-GAAP measures and stock performance at the time of the offering. The sample comprises 416 transactions, including 217 IPOs and 199 Follow-Ons, conducted between January 2021 and December 2023, involving companies listed on B3 and the SEC. Independent variables include non-GAAP measures such as EBITDA, Adjusted EBITDA, EBITDA Margin, Adjusted EBITDA Margin, Adjusted Gross Profit, Adjusted Operating Income, Adjusted Net Income, Free Cash Flow, Adjusted Operating Margin, and Gross and Net Debt. The main dependent variables are stock price variation, and a disclosure index constructed to assess the degree of informational transparency. The results indicate that certain non-GAAP measures—such as Adjusted EBITDA, Free Cash Flow, Adjusted Operating Margin, and Gross and Net Debt—show a statistically significant and positive association with stock performance, suggesting that the market reacts selectively and favorably to specific forms of alternative disclosure. Conversely, traditional metrics such as unadjusted EBITDA and Adjusted Operating Income did not show statistical significance. The econometric analysis was complemented by robustness tests, including checks for multicollinearity, heteroskedasticity, and residual normality, with the application of robust standard errors. Additionally, the study identified key determinants of non-GAAP disclosure, with positive associations found for companies audited by Big Four firms, return on assets (ROA), and offerings conducted in Brazil. Companies with higher liquidity and total assets were less likely to disclose such metrics. From a theoretical perspective, the study contributes to the literature by integrating disclosure and signaling theories in a comparative empirical context. From a practical standpoint, the findings offer relevant insights for issuers, institutional investors, and regulators by demonstrating that selective disclosure of adjusted metrics can significantly influence perceived value during the capital-raising process.

Keywords: Non-GAAP Measures; Capital Markets; IPO; Follow-On; Financial Disclosure.

Lista de Tabelas

Tabela 1 Resumo de estudos empíricos anteriores.....	30
Tabela 2 Resultados esperados nas hipóteses de pesquisa	36
Tabela 3 Relação de IPOs nos mercados dos Estados Unidos e brasileiro.....	37
Tabela 4 Relação e tipo de variáveis a serem coletadas	38
Tabela 5 Relação de IPOs e Follow-On's nos mercados americano e brasileiro (dados levantados)	39
Tabela 6 Relação de setores de empresa que realizaram ofertas públicas de ações apresentadas na Tabela 5	40
Tabela 7 Frequência de divulgação das medições não contábeis nas ofertas públicas de ações... 42	
Tabela 8 Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF), tendo como variável dependente a Variação da Ação e como variáveis explicativas as medições não contábeis	44
Tabela 9 Variável dependente com Erro Padrão Robusto “Variação da Ação”, tendo entre as variáveis independentes as medições não contábeis “dummy”	45
Tabela 10 Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF), tendo como variável dependente a Variação da Ação e como variável explicativa principal o Índice de Divulgação.....	47
Tabela 11 Variável dependente com Erro Padrão Robusto “Variação da Ação”, tendo entre as variáveis independentes “Índice de Divulgação”	48
Tabela 12 Variável dependente com Erro Padrão Robusto “IN_DIVULGACAO”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	50
Tabela 13 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “EBITDA”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle	52
Tabela 14 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “EBITDA Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	53
Tabela 15 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Margem EBITDA”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle	55
Tabela 16 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Margem EBITDA Ajustada”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle	57
Tabela 17 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Lucro Bruto Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	58
Tabela 18 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Lucro Operacional Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	59
Tabela 19 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Lucro Líquido Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	60
Tabela 20 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Fluxo de Caixa Livre”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	61
Tabela 21 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Margem de Receita Operacional Ajustada”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle.....	62
Tabela 22 Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Dívida Bruta e Dívida Líquida”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle	63
Tabela 23 Hipóteses de Pesquisa: Sinal Esperado, Resultado Empírico e Interpretação.....	64

Lista de Abreviações e Siglas

ABSTRACT	Resumo em língua estrangeira
COVID-19	Coronavirus Disease 2019 (SARS-CoV-2 “Severe Acute Respiratory Syndrome Coronavirus 2”)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DD	Due Diligence
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval (SEC)
ESG	Environmental, Social and Governance
EUA	Estados Unidos da América
EY	Ernst & Young
FCF	Free Cash Flow
FCL	Fluxo de Caixa Livre
FIA	Fundação Instituto de Administração
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (Normas Contábeis Geralmente Aceitas)
GRETLL	Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards (IFRS Accounting Standards)
IPO	Initial Public Offering
IPOs	Plural de IPO
IQ	Índice de Qualidade
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LAJIR	Lucro Antes de Juros e Impostos
LM	Modelo Linear
LN	Logaritmo Natural
LNATIVO	Logaritmo Natural do Ativo Total
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NAICS	North American Industry Classification System
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NGM	Non-GAAP Measures
NYSE	New York Stock Exchange
OSHA	Occupational Safety and Health Administration
PWC	PricewaterhouseCoopers
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
SEC	Securities and Exchange Commission
SIC	Standard Industrial Classification
VIF	Variance Inflation Factor

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
1.1	Contextualização.....	12
1.2	Problema e Objetivos.....	14
1.2.1	Objetivo geral.....	16
1.2.2	Objetivos específicos.....	16
1.3	Justificativas.....	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1	Teoria da divulgação.....	19
2.2	Teoria da sinalização.....	20
2.3	Análise das demonstrações financeiras.....	21
2.4	Divulgação de medições não contábeis.....	22
2.5	Regulação para preparação e divulgação de medições não contábeis.....	26
2.6	Estudos empíricos anteriores.....	29
2.7	Hipóteses.....	31
2.7.1	Hipótese 1 – EBITDA.....	32
2.7.2	Hipótese 2 – EBITDA Ajustado.....	33
2.7.3	Hipótese 3 – Margem EBITDA.....	33
2.7.4	Hipótese 4 – Margem EBITDA Ajustada.....	33
2.7.5	Hipótese 5 – Lucro Bruto Ajustado.....	34
2.7.6	Hipótese 6 – Lucro Operacional Ajustado.....	34
2.7.7	Hipótese 7 – Lucro Líquido Ajustado.....	35
2.7.8	Hipótese 8 – Fluxo de Caixa Livre.....	35
2.7.9	Hipótese 9 – Margem de Receita Operacional Ajustada.....	35
2.7.10	Hipótese 10 – Dívida Bruta e Dívida Líquida.....	36
2.7.11	Sumário das Hipóteses de Pesquisa.....	36
3	MÉTODOS.....	37
3.1	População e Amostra da Pesquisa.....	37
3.2	Coleta de Dados e Variáveis.....	38
3.3	Técnicas de Análise Estatística.....	40
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	42
4.1	Resultados Estatística Descritiva.....	42
4.2	Análise da Regressão Múltipla.....	44
4.2.1	Variável dependente sendo a “Variação da Ação” com as variáveis explicativas sendo as medições não contábeis “dummys” e as variáveis de controle.....	44
4.2.2	Variável dependente sendo a “Variação da Ação” com a variável explicativa sendo “Índice de Divulgação” e as variáveis de controle.....	47
4.2.3	Variável dependente sendo o “Índice de Divulgação” com as variáveis explicativas de controle.....	49
4.3	Análise da Regressão Logística.....	52
4.4	Síntese dos resultados e hipóteses de pesquisa.....	64
5	CONCLUSÕES.....	66
5.1	Achados e Contribuições.....	66
5.2	Limitações da Pesquisa.....	67

5.3	Sugestões para Pesquisas Futuras	68
	Referências	69
	GLOSSÁRIO TÉCNICO	75

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O mercado de capitais exerce papel fundamental no desenvolvimento econômico ao permitir a alocação eficiente de recursos, fomentar a inovação e viabilizar o crescimento de empresas por meio da captação de recursos. Em especial, as ofertas públicas de ações, tanto iniciais (IPOs) quanto subsequentes (Follow-Ons), representam mecanismos relevantes de financiamento corporativo, sendo amplamente utilizadas em economias desenvolvidas e em expansão. Conforme Damodaran (2012), a valorização de ativos e a eficiência na precificação de riscos dependem, em grande medida, da qualidade e da transparência das informações divulgadas pelas companhias emissoras.

De acordo com Zanolla e Lima (2011), a capacidade informativa das demonstrações contábeis têm sido tema de discussões acadêmicas e profissionais, principalmente devido ao processo de convergências contábeis, internacionalização da economia e até mesmo às inúmeras operações de reorganização societária, tais como cisões, incorporações e fusões.

Segundo Fortes (2004) a avaliação dos índices econômico-financeiros se dá por meio de relações expressas em valores ou percentuais, calculados entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis que tem como principal finalidade fornecer informações que não são evidenciadas por meio de uma revisão simples, mas sim, por meio de análise econômico-financeira que auxiliam na interpretação da real situação econômica da empresa. Franco (1973, p. 24) diz que seria: "[...] Análise de Balanços, que utilizando métodos e processos específicos, permite decompor, comparar e interpretar o conteúdo das demonstrações contábeis, fornecendo informações analíticas e úteis, não somente a administradores [...]".

Para fins desta pesquisa, o mercado dos Estados Unidos da América (Estados Unidos) é definido como o ambiente institucional e regulatório sob supervisão da *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), com adoção dos princípios contábeis dos Estados Unidos USGAAP e forte cultura de divulgação voluntária. Esse mercado é caracterizado por elevada sofisticação, ampla presença de investidores institucionais e uso estratégico de medições não contábeis (*non-GAAP financial measures*, ou *non-gaap measures*, ou NGM) como parte da comunicação corporativa. Em contraste, o mercado brasileiro (Brasil), regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), apresenta menor tradição em divulgação voluntária, sendo a comunicação de informações financeiras alternativas mais dependente de orientações normativas específicas (Andrade & Murcia, 2018).

Essas diferenças culturais e institucionais influenciam diretamente a forma como as empresas estruturam suas comunicações com o mercado. Enquanto nos Estados Unidos da América há uma expectativa de transparência contínua e detalhada, no Brasil a divulgação tende a ser mais conservadora e reativa à regulação (Andrade & Murcia, 2018; Liu & Zhang, 2020). Além disso, o perfil dos investidores também difere: o mercado dos Estados Unidos é dominado por investidores institucionais sofisticados, ao passo que o mercado brasileiro conta com participação significativa de investidores pessoa física, o que pode afetar a forma e o conteúdo das divulgações (Black & Christensen, 2009; Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003).

No contexto deste estudo, medições não contábeis referem-se a indicadores financeiros ajustados, divulgados de forma voluntária pelas companhias, com o objetivo de complementar as informações contábeis tradicionais e reduzir a assimetria informacional no mercado de capitais. A discussão aprofundada sobre o conceito, exemplos e motivações para o uso dessas métricas será apresentada na seção 2.4. “Divulgação de medições não contábeis”

Nas últimas décadas a SEC, comissão de valores mobiliários dos Estados Unidos da América, vinha demonstrando sua preocupação com a utilização inadequada das medições não contábeis (*non-GAAP financial measures*) por meio da emissão de relatórios públicos também conhecidos como “*comment letters*”. A fim de padronizar e regulamentar tal divulgação, a SEC emitiu uma nova regulamentação para divulgação e apresentação denominada de “*Regulation G*”, ao qual requer que as companhias públicas que optem por efetuar a divulgação de uma medição não

contábil devem incluir, na referida divulgação, a apresentação da medição financeira contábil mais próxima comparável e sua reconciliação até a referida medição não contábil. Adicionalmente, o Item 10(e) da “*Regulation S-K*” complementa esse arcabouço regulatório ao estabelecer requisitos específicos para a apresentação de medições não contábeis em documentos arquivados junto à SEC, como *registration statements*, *annual reports* e *prospectus*, reforçando a necessidade de transparência, consistência e não indução ao erro na comunicação dessas informações aos investidores. (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003).

Conforme indicado pela KPMG (2023), é importante se atentar para a diferenciação entre medições não contábeis e outras medições não contábeis. Conforme indicado, a divulgação de medições não contábeis, estão sujeitas a regulamentação e supervisão da SEC, por outro lado, medições operacionais, regulatórias e estatutárias não estão sujeitas a essas mesmas regras e supervisão da SEC. Assim, uma medição não contábil é uma medida numérica do desempenho financeiro histórico ou futuro, posição financeira ou fluxos de caixa de uma companhia.

Segundo relatório da Ernst & Young (2023), as medições não contábeis fornecem uma fonte alternativa de informações e a administração pode divulgá-las para ajudar os investidores a entender melhor o desempenho operacional, a liquidez ou a posição financeira de uma determinada companhia. Muitas companhias afirmam que as medições não contábeis permitem aos investidores entender melhor as informações que a administração da companhia usa para operar seus negócios. As empresas podem ajustar as medições financeiras contábeis para excluir, por exemplo, ganhos e perdas não operacionais, gastos com reestruturação, gastos relacionados com aquisição de negócios, remuneração baseada em ações, depreciação e amortização, encargos de imparidade ou ganhos e perdas de alienações de ativos.

Embora haja uma regulamentação elaborada pela SEC com o intuito de regular a apresentação e divulgação de medição financeira não contábil, não há um método padronizado para que estas sejam calculadas. Por exemplo, medições não contábeis com títulos semelhantes podem não ser calculadas de forma consistente no setor de uma companhia ou de forma mais ampla. Além disso, companhias do mesmo setor podem apresentar medições não contábeis totalmente diferentes, impossibilitando assim assegurar a comparabilidade entre as medições não contábeis apresentadas até mesmo por companhias que atuam no mesmo setor. Contudo, existem métodos de cálculo esperados para certas medições não contábeis que são comumente usadas (por exemplo, EBITDA ou Fluxo de Caixa Livre) e, quando os cálculos se desviam desses métodos, é esperado que tais alterações estejam claramente rotuladas em sua nomenclatura precedido pela palavra “Ajustado” (ou seja, EBITDA Ajustado) (KPMG, 2023).

Apesar de a CVM não ter emitido uma regra tão clara quanto a SEC sobre a apresentação e divulgação de medições não contábeis, essa emitiu a Resolução CVM 156 (2022), que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas de LAJIDA (EBITDA) e LAJIR (EBIT), ou EBITDA e EBIT. Tal regulamentação, prevê a possibilidade de realização de ajustes, sendo que tal item deve ser sempre identificado pelo termo “Ajustado”.

A regulamentação exige que diante da divulgação de qualquer medição não contábil, é necessário a realização de divulgações para que os investidores possam entender tais medições, sendo que, a administração da companhia deve divulgar: (1) como uma medição não contábil é calculada partindo pela reconciliação de uma medida financeira contábil comparável; (2) por que a medição não contábil é considerada útil para os investidores; e (3) se a administração usa a medição não contábil para seus próprios fins (KPMG, 2023; Comissão de Valores Mobiliários, 2022).

Para a realização do cálculo e apresentação das medições não contábeis, todos os valores precisam estar inclusos na medição financeira contábil mais próxima comparável e apresentada de acordo com a norma contábil na demonstração do resultado, balanço patrimonial ou demonstração dos fluxos de caixa (ou demonstrações equivalentes) preparadas pelo emissor (KPMG, 2023; Comissão de Valores Mobiliários, 2022).

Conforme relatório da KPMG (2023), 94% das empresas do S&P 500 (índice que indica as 500 maiores empresas do mundo listadas e domiciliadas nas principais Bolsas de Valores dos

Estados Unidos da América: a NYSE e a NASDAQ) incluíram pelo menos uma medição não contábil em sua divulgação de resultados no primeiro trimestre de 2020, e estas empresas relataram uma média de seis medições não contábeis na divulgação de seus resultados no primeiro trimestre de 2020. Por sua vez, em estudo realizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2021, 98,5% das companhias listadas na B3 divulgavam pelo menos uma medição não contábil. Esse número vem crescendo nos últimos anos, sendo que em 2011 apenas 70% das companhias listadas na B3 divulgavam medições não contábeis.

A regulação, portanto, exerce papel determinante na prática corporativa de divulgação. A SEC, por meio da *Regulation G*, estabelece diretrizes claras para a apresentação de medições não contábeis (*non-GAAP financial measures*), exigindo reconciliação com medidas contábeis tradicionais e justificativas para sua utilização no mercado dos Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003). No mercado brasileiro, embora a Resolução CVM 156/22 represente um avanço, sua abrangência ainda é limitada a determinadas métricas (como EBITDA e EBIT), o que pode gerar lacunas interpretativas e práticas divergentes entre companhias (Comissão de Valores Mobiliários, 2022; Andrade & Murcia, 2018). Essa assimetria regulatória contribui para a heterogeneidade observada na frequência e na forma de divulgação das medições não contábeis entre os dois mercados.

O período analisado nesta pesquisa (01 de janeiro de 2021 a 31 de dezembro de 2023) foi marcado por eventos macroeconômicos de grande relevância, que influenciaram diretamente o comportamento dos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos. Em 2021, os efeitos da pandemia de COVID-19 ainda estavam presentes, com impactos significativos sobre a atividade econômica, o emprego e a confiança dos agentes. A adoção de políticas fiscais e monetárias expansionistas — como o Auxílio Emergencial no Brasil e os pacotes de estímulo nos Estados Unidos — contribuiu para a recuperação parcial da economia e impulsionou o volume de ofertas públicas de ações naquele ano (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2021; Banco Central do Brasil, 2021).

No início de 2021, a taxa básica de juros no Brasil (Selic) estava em 2,00% ao ano, seu menor patamar histórico. A partir de março de 2021, o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário, elevando a Selic progressivamente até atingir 11,75% ao final de 2023 (Banco Central do Brasil, 2023). Nos Estados Unidos, o Federal Reserve manteve a taxa de juros próxima de zero (0,25%) até março de 2022, quando iniciou uma série de aumentos que levaram a taxa para o intervalo de 5,25% a 5,50% ao final de 2023 (Federal Reserve, 2023). Esse movimento simultâneo de alta de juros nos dois países impactou negativamente o apetite por risco dos investidores, resultando em uma retração significativa no número de IPOs e em mudanças na forma como as empresas comunicavam seus resultados financeiros ao mercado. Esses fatores ajudam a contextualizar a relevância e o comportamento das medições não contábeis no período estudado.

O período de 2021 a 2023 foi selecionado por representar um contexto singular nos mercados de capitais brasileiro e dos Estados Unidos, marcado inicialmente por um volume recorde de IPOs e, na sequência, por forte retração devido à elevação das taxas de juros e à instabilidade macroeconômica. Esse recorte temporal permite analisar o impacto das medições não contábeis em diferentes fases do ciclo de mercado, além de garantir a disponibilidade de dados atualizados e comparáveis, em consonância com as normas regulatórias vigentes.

Diante do exposto, nota-se a crescente divulgação de medições não contábeis por empresas que negociam suas ações nos mercados de capitais brasileiro e dos Estados Unidos, o que, por sua vez corrobora com a importância do tema apresentado nesta dissertação e na elaboração do problema de pesquisa.

1.2 Problema e Objetivos

Conforme comunicados emitidos pela SEC a divulgação de medições não contábeis apresentou um aumento significativo na década de 90, conseqüentemente, visando buscar uma

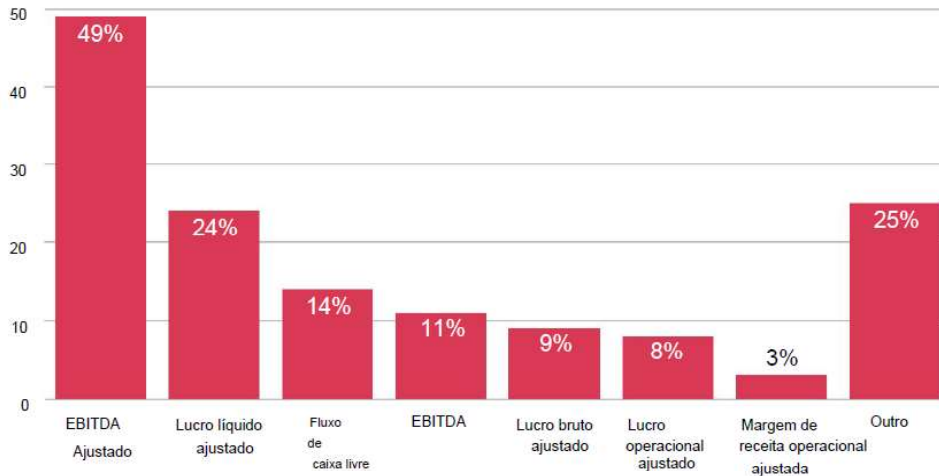
padronização no uso e divulgação esta emitiu uma regulação específica buscando regular tal divulgação (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003).

Tal regulamentação foi um marco na clarificação das divulgações de medições não contábeis aos investidores nos mercados de capitais, refletindo não apenas no mercado dos Estados Unidos mas também no mercado de capitais brasileiro. Pode-se verificar tal afirmação por meio do relatório emitido pela KPMG (2023), onde indica que mais de 90% das empresas do S&P 500 incluíram pelo menos uma medição não contábil em sua divulgação de resultados no primeiro trimestre de 2020. Adicionalmente, em estudo realizado pela CVM, em 2021, 98,5% das companhias listadas na B3 divulgavam pelo menos uma medição não contábil.

Em levantamento realizado pela PWC (2021), nos IPOs (*Initial Public Offering*) realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 foram divulgadas diversas medições não contábeis conforme apresentado na Figura 1.

Figura 1

Porcentagem de IPOs usando medições não contábeis específicas (total de IPOs)



Fonte: PWC *How non-GAAP measures and key performance metrics can impact your IPO*

O IPO é um dos eventos corporativos mais proeminentes na história de uma empresa, o prospecto do IPO (formulário S-1 na SEC e de prospecto na CVM) desempenha um papel importante na formação das percepções e avaliações dos investidores sobre uma empresa. Apesar do impacto potencialmente significativo nos prospectos dos IPOs, há pouca evidência empírica sobre o uso de medições não contábeis em IPOs. O prospecto do IPO é a primeira documentação formal e auditada do desempenho financeiro da empresa apresentada aos investidores, criando a primeira impressão da empresa e que define o tom para futuras comunicações. Independentemente das motivações por trás dos administradores que divulgam as medições não contábeis, o impacto potencial de incluir tais medições no prospecto do IPO pode ser bastante significativo (Liu & Zhang, 2020).

A divulgação dessas medições não contábeis ajudam as empresas a moldar a percepção do investidor e devem representar a visão da administração sobre o negócio, objetivos, metas e estratégia. As melhores métricas para uma empresa serão aquelas que suportam a história do patrimônio, comunicam-na efetivamente à comunidade de investidores e representam a visão da administração sobre o negócio, metas e estratégia. Além disso, essas métricas devem ser apresentadas de forma consistente de um período para o outro. As medições não contábeis mais comuns divulgadas em IPOs entre 2018 e 2021 foram baseadas em uma das quatro principais medições: EBITDA ajustado, Lucro líquido ajustado, Fluxo de caixa livre ou EBITDA. Essas quatro medições foram inclusas em 65% dos registros de IPOs que incluíam medições não contábeis, com alguns outros registros incluindo outras medições não contábeis (PriceWaterhouseCoopers, 2021).

Esta dissertação busca, portanto, investigar se com as evoluções nas divulgações das medições não contábeis elas permanecem relevantes no contexto de uma oferta pública de ações nos mercados de capitais brasileiro e dos Estados Unidos (“oferta pública”). Em linha com o estudo de Fama & French (1993), mercado financeiro dos Estados Unidos é um dos mais desenvolvidos e dinâmicos do mundo, oferecendo uma vasta quantidade de dados e estudos que podem ser utilizados para embasar pesquisas acadêmicas. A transparência e a qualidade das informações disponíveis tornam esse mercado um referencial importante para estudos comparativos. Sendo corroborada por Liang e Renneboog (2020), indicando que, a regulamentação rigorosa e a transparência das empresas listadas nos Estados Unidos da América continuam a fornecer uma riqueza de dados financeiros e não financeiros. Esses dados são essenciais para análises detalhadas e pesquisas empíricas sobre o impacto de diferentes tipos de informações nas decisões de investimento. Com base nestas observações, o mercado financeiro dos Estados Unidos continua a ser um dos mais estudados e relevantes no contexto global devido à sua profundidade, liquidez e complexidade. Estudos recentes destacam a importância desse mercado na formação de preços e na eficiência do mercado (Gormsen & Kojien, 2020).

Ao converter a situação problema para o formato interrogativo, assim como Kerlinger (1980) sugere, chega-se à seguinte questão de pesquisa: **Qual é o impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações nos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos?**

1.2.1 Objetivo geral

Uma vez tendo sido apresentada a questão de estudo, seguiremos para a formulação dos objetivos da pesquisa. Segundo Gil (2019), o ponto de partida ao qual indica a direção a seguir é a determinação de objetivos da pesquisa.

Ainda, de acordo com Gil (2019), os objetivos de uma pesquisa podem ser gerais e específicos. Os objetivos gerais são aqueles que designam de maneira simplificada a direção que a pesquisa deve seguir, enquanto que os objetivos específicos são aqueles que efetivamente permitem que se parta para a investigação diante dessa direção. Os objetivos específicos também podem ser vistos como uma redefinição, um esclarecimento e uma delimitação do objetivo geral.

Diante do exposto e considerando a questão proposta, esta pesquisa definiu o seguinte objetivo geral: Investigar se há impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas de ações no mercado de capitais brasileiro e dos Estados Unidos.

1.2.2 Objetivos específicos

Para que o seguimento dessa direção comum seja viabilizado, colocaram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Discutir medições não contábeis, sua natureza e aplicabilidade no contexto das ofertas públicas de ações;
- b) Identificar as ofertas públicas de ações (IPOs) realizadas nos mercados brasileiro e dos Estados Unidos no período de 01 de janeiro de 2021 a 31 de dezembro de 2023;
- c) Levantar as medições não contábeis divulgadas nos documentos das ofertas públicas de ações analisadas;
- d) Identificar a presença de medições não contábeis ajustadas;
- e) Avaliar a relação entre quantidade e o tipo de medições não contábeis divulgadas com a variação do preço de lançamento e a captação final de recursos, considerando variáveis de controle;
- f) Avaliar os fatores determinantes para a divulgação de medições não contábeis nas ofertas públicas de ações;
- g) Construir e analisar um índice de divulgação de medições não contábeis, avaliando sua associação com características das empresas emissoras; e

- h) Testar a associação entre medições não contábeis específicas e a percepção de desempenho financeiro nas ofertas públicas de ações.

1.3 Justificativas

De acordo com Castro (1977), uma pesquisa é justificada quando possui conjuntamente os elementos originalidade, importância e viabilidade.

Apesar do avanço da literatura sobre divulgação de medições não contábeis, ainda existe uma lacuna relevante quanto à avaliação empírica dos efeitos dessas métricas em comparação às medições contábeis tradicionais, especialmente no contexto de ofertas públicas de ações. Conforme destacado por Liu e Zhang (2020) e Black e Christensen (2018), são escassos os estudos que analisam o impacto dessas divulgações sobre a percepção dos investidores e a precificação dos ativos, sobretudo em mercados emergentes. Assim, esta dissertação busca contribuir para o preenchimento dessa lacuna ao investigar, de forma comparativa, os efeitos informacionais das medições não contábeis em detrimento das métricas contábeis convencionais.

No que se refere à originalidade, Martins e Theóphilo (2016) advertem que as descobertas promovidas por estudos das ciências sociais não se referem, obviamente, ao mesmo tipo das descobertas alcançadas nas ciências naturais. Ainda, segundo Eco (2020), as descobertas não precisam ser invenções revolucionárias no campo humanista. Uma dissertação das ciências humanas deve oferecer resultados que, embora modestos, não sejam ignorados por estudiosos do ramo por trazerem algo novo sobre o assunto. Adicionalmente, os resultados originais são aqueles que, além de novos, têm a capacidade de surpreender os demais pesquisadores (Castro, 1977).

A originalidade da pesquisa se traz da contribuição ao estoque de conhecimento na concepção de Castro (1977), e centra-se em dois pontos. O primeiro ponto refere-se ao recorte de pesquisa diferenciado. Esta dissertação pode surpreender ao defender que o uso de medições não contábeis não influencia no resultado das ofertas públicas de ações. Partindo dessa defesa, o segundo e principal ponto de originalidade decorre da investigação sobre o impacto no resultado final das ofertas públicas de ações em virtude da utilização de medições não contábeis. Além disso, esta pesquisa se distingue de estudos anteriores ao adotar uma abordagem comparativa entre os mercados de capitais brasileiro e dos Estados Unidos, algo ainda pouco explorado na literatura. Enquanto a maioria dos trabalhos empíricos concentra-se exclusivamente no mercado dos Estados Unidos ou em métricas isoladas, este estudo testa dez hipóteses distintas com base em uma amostra robusta de operações de IPOs e Follow-Ons, abrangendo empresas listadas na B3 e na SEC. A utilização combinada de regressão múltipla, regressão logística e construção de um índice de divulgação permite uma análise abrangente e inovadora sobre os efeitos informacionais das medições não contábeis. Do ponto de vista teórico, o trabalho contribui para o avanço da literatura ao integrar as teorias da divulgação e da sinalização em um contexto empírico comparado. Do ponto de vista prático, oferece subsídios relevantes para emissores, investidores institucionais e reguladores, ao evidenciar que a divulgação seletiva de métricas ajustadas pode influenciar significativamente a percepção de valor durante o processo de captação de recursos por intermédio do mercado de capitais.

Para Castro (1977), uma dissertação contém o elemento importância quando seu tema está ligado a uma questão crucial que afeta segmento substancial da sociedade e/ou é relacionado a uma questão teórica que merece atenção continuada na literatura especializada. O ano de 2021 foi um ano recorde global para os processos de IPOs, De acordo com o relatório Ernst & Young (2021), no total foram 2.388 negócios registrados, com US\$ 453,3 bilhões em receitas, um aumento de 64% (volume) e 67% (receita) em relação a 2020. No Brasil, a bolsa brasileira de valores, B3, registrou um ano recorde, com 45 IPOs e movimentação de US\$ 11,9 bilhões – aumento de 61% e 40%, respectivamente.

Ainda, de acordo o mesmo relatório, nos Estados Unidos da América, foram registrados 416 IPOs e movimentação de US\$ 155,7 bilhões em receitas em 2021, representando um aumento de 86% e 81%, respectivamente, em relação ao ano anterior. Dessa forma, identifica-se a

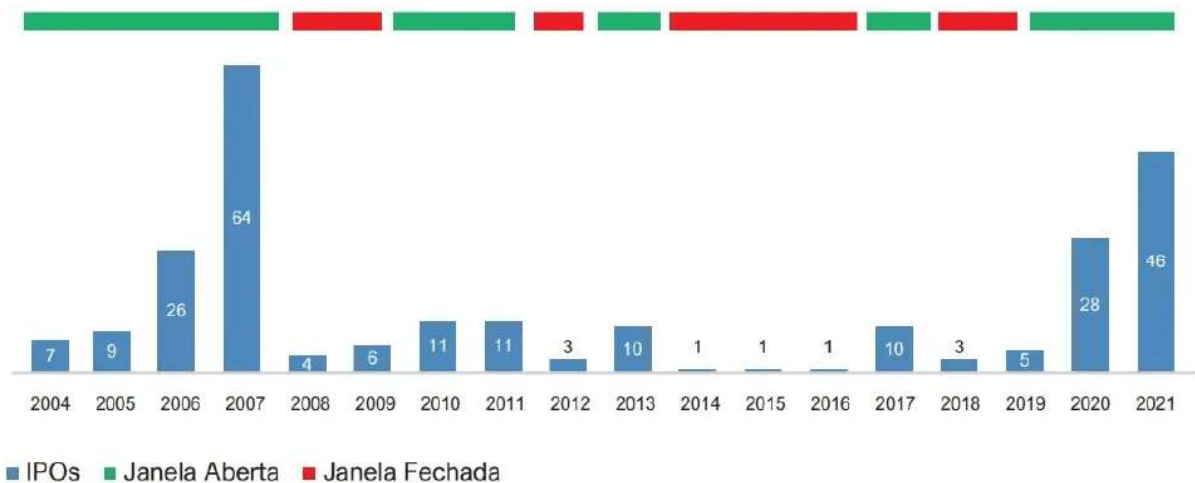
importância da temática sugerida na avaliação do efeito de utilização das medições não contábeis em ofertas de ações e emissão de dívida nos mercados de capitais brasileiro e dos Estados Unidos. Portanto, essa dissertação promove uma avaliação se há ou não impacto da utilização de medições não contábeis no âmbito da realização de ofertas públicas de ações, sendo, portanto, assim como Eco (2020) sugere, útil para os demais pesquisadores.

Na concepção de Castro (1977), a viabilidade é dentre os três elementos de relevância, aquele mais tangível em uma tese. Dispondo de prazos, de recursos financeiros, de competência, de disponibilidade potencial de informações e conhecendo o estado da teoria existente, o autor tem condições de determinar se é possível ou não realizar a pesquisa. Tendo em vista o referido conceito, para garantir a viabilidade do estudo, estaremos tomando como base os IPOs e emissão de dívidas realizados durante o período de 01 de janeiro de 2021 a 31 de dezembro de 2023, de acordo com a InfoMoney (2023) apenas no ano de 2020 foram realizados 28 operações de IPO em contrapartida a 21 operações realizadas entre 2014 e 2019 conforme apresentado na Figura 2. Neste sentido, optou-se pela limitação temporal indicada afim de viabilizar a coleta e avaliação dos dados dos mercados brasileiro e dos Estados Unidos, que conforme apresentado na Tabela 3, apresentou um total de 1.268 IPOs.

Figura 2

Quantidade de IPOs concluídos entre 2004 e 2021

Quantidade de IPOs concluídos entre 2004 e 2021



*Fonte: Ártica Investimentos, Insper e B3

Fonte: Infomoney: (Depois da seca de 2022, novos IPOs devem demorar a sair e ter novo perfil, 2023)

Assim, a viabilidade é mais bem alcançada quando temos uma pesquisa delimitada, conforme defende Gil (2019). Em complemento, Eco (2020), indica ainda que quanto mais se restringe o campo do estudo, com mais segurança se trabalha. A delimitação da pesquisa se faz, portanto, necessária para a realização de reflexões e de análises detalhadas, originais e rigorosas. O estudo, quando não é delimitado, acaba conduzindo a resultados genéricos que trazem nada além de repetições (Martins & Theóphilo, 2016).

Já no que se refere à parte empírica desta dissertação, ressalta-se que a construção das hipóteses e o conseqüente levantamento dos fatores delimitam-se a explicações que possuem um mínimo embasamento teórico. Não é possível colocar uma pergunta (ou uma hipótese) se nada se sabe da resposta, já que nessa condição não se teria o que perguntar. Ou seja, a delimitação explicitada, deriva da abordagem positivista da pesquisa e que enfatiza não somente as realidades observáveis, mas também, a expressão lógica do discurso científico (Martins & Theóphilo, 2016).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da divulgação

A Teoria da Divulgação é uma área de estudo que foca nos motivos, processos e impactos da divulgação de informações pelas empresas. Essa teoria é fundamental para entender como as empresas comunicam suas informações financeiras e não financeiras aos investidores e outras partes interessadas, e como essas divulgações influenciam o comportamento do mercado.

A Teoria da Divulgação se baseia na premissa de que a transparência e a clareza na comunicação de informações financeiras são cruciais para o funcionamento eficiente dos mercados de capitais. A divulgação adequada de informações reduz a assimetria informacional entre gestores e investidores, mitigando problemas de seleção adversa e risco moral (Healy & Palepu, 2001).

Assimetria Informacional: A assimetria informacional ocorre quando uma parte em uma transação possui mais ou melhor informação do que a outra. No contexto dos mercados de capitais, isso geralmente se refere ao fato de que os gestores da empresa possuem mais informações sobre o desempenho financeiro e as perspectivas futuras da empresa do que os investidores externos (Akerlof, 1970). A divulgação de informações financeiras e não financeiras é vista como um meio de reduzir essa assimetria, permitindo que os investidores façam decisões mais informadas (Diamond & Verrecchia, 1991).

Seleção Adversa e Risco Moral: A seleção adversa e o risco moral são dois problemas associados à assimetria informacional. A seleção adversa ocorre quando investidores não conseguem diferenciar entre boas e más empresas devido à falta de informações, o que pode levar à subvalorização ou supervalorização de ações (Akerlof, 1970). O risco moral, por outro lado, ocorre quando os gestores podem tomar decisões que beneficiam a si mesmos em detrimento dos acionistas, devido à falta de supervisão adequada (Jensen & Meckling, 1976).

A divulgação voluntária de informações financeiras e não financeiras pode ajudar a mitigar esses problemas, proporcionando uma maior transparência e alinhamento de interesses entre gestores e investidores (Healy & Palepu, 2001).

A Teoria da Divulgação distingue entre divulgação voluntária e obrigatória. A divulgação obrigatória é regulamentada por entidades como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil e a *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos Estados Unidos da América. Essas regulamentações exigem que as empresas divulguem informações financeiras padronizadas para garantir a transparência e a comparabilidade (Comissão de Valores Mobiliários, 2022); (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003). A divulgação voluntária, por outro lado, refere-se à divulgação de informações adicionais que não são exigidas por regulamentações, mas que as empresas optam por fornecer para melhorar a transparência e a percepção do mercado sobre seu desempenho (Lev, 1992). Exemplos de divulgação voluntária incluem relatórios de sustentabilidade, divulgações de medições não contábeis e informações sobre estratégias de negócios.

A divulgação de informações financeiras e não financeiras tem um impacto significativo no mercado de capitais. Estudos mostram que a divulgação adequada pode reduzir o custo de capital da empresa, aumentar a liquidez das ações e melhorar a percepção dos investidores sobre a empresa (Botosan, 1997). A divulgação voluntária, em particular, pode ser vista como um sinal positivo sobre a qualidade da gestão e a transparência da empresa (Verrecchia, 2001).

As medições não contábeis, como EBITDA e EBITDA Ajustado, são exemplos de informações que podem ser divulgadas voluntariamente para fornecer uma visão mais completa do desempenho financeiro da empresa. Essas medições podem ajudar os investidores a entender melhor a performance operacional da empresa, excluindo itens não recorrentes ou não operacionais que podem distorcer os resultados financeiros (Gu & Lev, 2011).

De acordo com Hirst & Hopkins (1998), apesar dos benefícios, a Teoria da Divulgação também enfrenta desafios e críticas. Um dos principais desafios é a possibilidade de que a divulgação excessiva de informações possa sobrecarregar os investidores e dificultar a análise das informações mais relevantes. Além disso, Lougee & Marquardt (2004) indicam ainda que há

preocupações de que a divulgação de medições não contábeis possa ser usada para manipular a percepção dos investidores, apresentando uma imagem mais favorável do desempenho financeiro da empresa do que a realidade.

Para mitigar esses riscos, é essencial que as empresas sigam as melhores práticas de divulgação, incluindo a reconciliação das medições não contábeis com as medidas contábeis tradicionais e a explicação clara das razões para a utilização dessas medições (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003).

Em resumo, a Teoria da Divulgação oferece uma estrutura valiosa para entender as motivações e os impactos das práticas de divulgação voluntária das empresas. Ao explorar como e por que as empresas divulgam informações além das exigências regulamentares, esta teoria contribui para uma compreensão mais profunda da transparência corporativa e da dinâmica dos mercados de capitais.

Nesse contexto, a presente pesquisa parte do pressuposto de que a divulgação de medições não contábeis pode atuar como um mecanismo de redução da assimetria informacional, ao complementar as demonstrações financeiras tradicionais com informações ajustadas que refletem melhor a realidade operacional das empresas. Para exemplos de medições não contábeis relevantes para o mercado de capitais, ver detalhamento apresentado na seção 2.4 “Divulgação de medições não contábeis”.

2.2 Teoria da sinalização

A Teoria da Sinalização, proposta por Michael Spence (1973), é um conceito fundamental na economia da informação que explora como as partes em uma transação comunicam informações de forma eficaz. A teoria é particularmente relevante em contextos onde há assimetria de informações, ou seja, quando uma parte possui mais informações do que a outra. No mercado de capitais, a Teoria da Sinalização é frequentemente utilizada para entender como as empresas transmitem informações sobre sua qualidade e perspectivas futuras aos investidores.

Spence (1973) introduziu a Teoria da Sinalização no contexto do mercado de trabalho, sugerindo que os indivíduos podem sinalizar sua produtividade potencial aos empregadores através de credenciais educacionais. No entanto, a aplicação da teoria se expandiu para diversas áreas, incluindo finanças corporativas. No mercado de capitais, as empresas utilizam sinais para reduzir a assimetria de informações entre a administração e os investidores. Esses sinais podem incluir anúncios de dividendos, recompra de ações, emissões de dívida e divulgações voluntárias de informações financeiras e não financeiras (Ross, 1977).

A sinalização é eficaz quando o custo de enviar o sinal é menor para empresas de alta qualidade do que para empresas de baixa qualidade. Por exemplo, uma empresa financeiramente saudável pode pagar dividendos elevados para sinalizar sua robustez financeira, enquanto uma empresa em dificuldades pode achar essa prática insustentável. Assim, os investidores interpretam o pagamento de dividendos como um sinal positivo sobre a saúde financeira da empresa (Bhattacharya S. , 1979).

No contexto dos IPOs, a Teoria da Sinalização sugere que as empresas podem usar várias estratégias para sinalizar sua qualidade aos investidores. Uma dessas estratégias é a sub-precificação inicial das ações, onde as empresas definem o preço das ações abaixo do valor de mercado esperado para atrair investidores e sinalizar confiança no valor futuro das ações (Allen & Faulhaber, 1989). Outra estratégia é a retenção de uma participação significativa pelos acionistas originais, indicando que eles acreditam no potencial de crescimento da empresa (Leland & Pyle, 1977).

A literatura empírica fornece suporte substancial para a Teoria da Sinalização. Por exemplo, estudos mostram que empresas que pagam dividendos consistentemente são percebidas como menos arriscadas e têm um desempenho superior no mercado de ações (Miller & Rock, 1985). Além disso, a divulgação de informações não financeiras, como práticas de sustentabilidade e responsabilidade social corporativa, também pode servir como um sinal positivo para os

investidores, melhorando a reputação da empresa e aumentando seu valor de mercado (Clarkson, Li, Richardson, & Vasvari, 2008).

Além das estratégias tradicionais de sinalização, a evolução tecnológica e a crescente importância das métricas não contábeis têm ampliado as formas como as empresas podem sinalizar sua qualidade. A divulgação de práticas de governança ambiental, social e corporativa (ESG) tornou-se uma ferramenta poderosa para sinalizar o compromisso da empresa com a sustentabilidade e a responsabilidade social. Estudos indicam que empresas com fortes práticas ESG tendem a atrair mais investidores institucionais e a ter um desempenho superior no longo prazo (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

A sinalização através de práticas ESG é particularmente relevante em mercados emergentes, onde a transparência e a governança corporativa podem ser menos desenvolvidas. No Brasil, a adoção de práticas ESG pode ajudar as empresas a se diferenciarem e a ganharem a confiança dos investidores internacionais. A Bolsa de Valores de São Paulo (B3) tem incentivado a adoção de práticas ESG através de índices como o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que avalia o desempenho das empresas em termos de sustentabilidade (B3, 2021).

Em resumo, a Teoria da Sinalização oferece uma estrutura valiosa para entender como as empresas podem comunicar informações sobre sua qualidade e perspectivas futuras aos investidores. Ao explorar as várias estratégias de sinalização e seus impactos no mercado de capitais, esta teoria contribui para uma compreensão mais profunda da dinâmica das ofertas públicas de ações e da transparência corporativa.

A partir da ótica da Teoria da Sinalização, a divulgação de medições não contábeis pode ser interpretada como um sinal estratégico emitido pelas empresas para demonstrar qualidade superior ao mercado. Métricas como EBITDA Ajustado, Lucro Líquido Ajustado ou Fluxo de Caixa Livre, por exemplo, são frequentemente utilizadas para destacar resultados recorrentes e excluir efeitos extraordinários, sinalizando robustez operacional e previsibilidade de resultado (Spence, 1973; Ross, 1977). Assim, a escolha e a forma de apresentação dessas medições não contábeis, especialmente em contextos de IPOs e Follow-Ons, podem influenciar diretamente a percepção dos investidores quanto à qualidade da empresa e ao valor de suas ações.

2.3 Análise das demonstrações financeiras

A análise macroeconômica está relacionada com o estudo da economia de um país ou região, considerando as variáveis macroeconômicas, como por exemplo, conseguimos entender o cenário econômico e como essas variáveis interagem e afetam o desempenho econômico de curto e longo prazo através da análise das tendências econômicas demonstradas. De acordo com Matias (2017), o desempenho financeiro das empresas está diretamente relacionado ao ambiente econômico no qual elas estão inseridas. O autor ainda diz que as empresas não são entidades isoladas, dotadas de vida própria e autônoma em relação ao ambiente macrofinanceiro no qual estão inseridos.

A literatura atual nos indica diversas formas de se realizar a medição do desempenho das empresas, ao qual, destacam-se os índices econômico-financeiros que também estão correlacionados as medições não contábeis, ao qual, segundo Fontes e Macedo (2003), estas ferramentas possibilitam a identificação de pontos fortes e fracos em diferentes vertentes das empresas. Pode-se dizer que para Azzolin (2012) a análise das demonstrações contábeis sugere uma técnica de decomposição, comparação e interpretação dos demonstrativos contábeis da empresa.

De acordo com Zanolla e Lima (2011), nos últimos anos, a capacidade informativa das demonstrações contábeis têm sido tema de discussões acadêmicas e profissionais, principalmente devido ao processo de convergências contábeis, internacionalização da economia e até mesmo às inúmeras operações de reorganização societária, tais como cisões, incorporações e fusões bem como os processos de captação de recursos no mercado de capitais por meio de negociação de ações ou emissão de títulos de dívida.

A análise de medições não contábeis é uma prática utilizada pelas corporações e o mercado para avaliar a saúde financeira da corporação. Essa avaliação fornece elementos referente ao desempenho da organização no passado, sendo útil no presente e serve como base para se projetar cenários de como será o comportamento no futuro, sendo assim, pode-se tomar decisões evitando-se situação não desejadas. Pode-se dizer que as medições não contábeis são medições quantitativas para se avaliar a saúde financeira de uma empresa. Cada tipo de medição não contábil oferece uma análise importante sobre a situação financeira da empresa. Assim, parafraseando Vieira et al. (2014), a análise não deve ser focada em uma medição isoladamente, mas sim, deve-se olhar para o todo, uma vez que as análises se completam para que seja possível se evidenciar empresas solventes e insolventes, empresas que geram resultado operacionais de positivos e aquelas que apresentam resultados operacionais por meio de ajustes específicos para se retirar o efeito de uma transação ou evento não recorrente em um determinado exercício ou período, bem como, atribuir pesos relativos à sua importância.

Segundo Vieira et al. (2014), a análise das demonstrações contábeis geralmente é dividida entre análise financeira e análise econômica. A análise financeira, está relacionada a avaliação da situação financeira e patrimonial das empresas, enquanto a análise econômica está relacionada a avaliação de como a empresa está utilizando os recursos que nela foram investidos, inclusive, permitindo uma avaliação das variações do patrimônio e da riqueza gerada pela empresa.

Não há uma obrigatoriedade de escolha sobre qual análise deve ser realizada, individualmente ou em conjunto, tal decisão está relacionada única e exclusivamente as necessidades de cada usuário. De tal forma, é necessário conhecer a estrutura das medições não contábeis e sua finalidade a fim de se buscar a melhor escolha ou combinação de acordo com o resultado final da análise esperada.

2.4 Divulgação de medições não contábeis

Adicionalmente as demonstrações contábeis divulgadas por força de lei e regulamentação específica, as companhias começaram a divulgar medições alternativas de ganhos de forma voluntária, dessa forma as medições não contábeis (NGM, ou “*non-gaap financial measures*”) tornaram-se cada vez mais popular nos últimos 20 anos (Black & Christensen, 2018).

Estudos oferecem dois tipos de explicações para relatórios que contém divulgação de medições não contábeis. O primeiro é que os gestores divulgam as medições não contábeis porque desejam excluir itens transitórios/não recorrentes e divulgar essencialmente ganhos que são mais atrativos para os investidores (Liu & Zhang, 2020). Consistente com essa visão, pesquisadores descobriram que as medições não contábeis às vezes são mais persistentes do que os ganhos contábeis e alguns investidores confiam mais nas medições não contábeis do que nos ganhos contábeis (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003); (Bradshaw & Sloan, 2002); (Brown & Umar, 2003). O segundo argumento é que os gestores são egoístas e divulgam as medições não contábeis de forma oportunista visando apresentar um desempenho positivista aos investidores.

Embora as empresas normalmente afirmem que “essas métricas personalizadas são uma maneira de os investidores entenderem melhor seus negócios” (Maurer, 2019), a SEC expressou preocupação sobre as medições não contábeis serem potencialmente enganosos aos usuários das demonstrações financeiras e implementou o Regulamento G (2003), que exige a realização da reconciliação da medição não contábil apresentada com a medição financeira contábil mais próxima. Assim, compreender como e quando as empresas efetuam a divulgação dessas medições não contábeis pode ajudar os investidores e reguladores a avaliar as motivações e incentivos por trás do uso de tais medições.

As análises “univariada” e “multivariada” realizadas por Liu e Zhang (2020), mostram que a divulgação de medições não contábeis nos prospectos do IPO sejam provavelmente impulsionados por motivações informativas e oportunistas. Constatando-se que, as empresas com lucros próximos a zero são mais propensas a divulgação de medições não contábeis. E empresas com itens especiais (positivos ou negativos) ou com uma maior proporção de ativos intangíveis são

mais propensas a divulgar medições não contábeis, consistente com os argumentos de que, as empresas em processo de IPO se utilizam de tais medições para remover estes itens e comunicar informações relevantes para os potenciais investidores.

Conforme divulgado pela KPMG (2023), embora as medições financeiras contábeis sejam auditadas e forneçam um método confiável e padronizado para entender o desempenho financeiro histórico e futuro, a posição financeira e os fluxos de caixa de uma empresa, a administração geralmente decide quais medições não contábeis são usadas e como são calculadas. Não há exigência de auditoria ou método geralmente padronizado para calcular medições não contábeis. Por exemplo, medições não contábeis com títulos semelhantes podem não ser calculadas de forma consistente no setor de uma empresa ou de forma mais ampla. Além disso, empresas do mesmo setor podem apresentar medições não contábeis totalmente diferentes, o que pode levar à falta de comparabilidade. Dessa forma, a administração deve divulgar: (1) como uma medida financeira não contábil é calculada pela reconciliação de uma medida contábil comparável, (2) por que a medida financeira não contábil é considerada útil para os investidores e (3) se a administração usa a medida financeira não contábil para seus próprios fins.

Assim, o uso de uma medição não contábil por uma empresa não significa necessariamente que seja apropriado para todas as empresas fazerem divulgações semelhantes porque o foco deve estar no motivo pelo qual a medição é útil para os investidores de uma companhia registrada especificamente.

Conforme apresentado na Figura 1, as medições não contábeis mais divulgadas com base no estudo realizado pela PWC (2021), seriam o EBITDA, o EBITDA Ajustado, o Lucro Bruto Ajustado, o Lucro Operacional Ajustado, o Lucro Líquido Ajustado, o Fluxo de Caixa Livre e a Margem de Receita Operacional Ajustada. Adicionalmente, mesmo não estando apresentadas claramente na Figura 1, tem-se observado que as medições não contábeis relacionadas à Margem EBITDA e a Margem EBITDA Ajustado, a Dívida Bruta e a Dívida Líquida também são comumente divulgadas nos documentos de ofertas públicas e nas divulgações regulares realizadas pelas Companhias em seu Formulário de Referência à Comissão de Valores Mobiliários e no formulário 20-F à *U.S. Securities Exchange Commission* (SEC). Em suma, estas medições não contábeis mais divulgadas representam:

EBITDA e Margem EBITDA: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) é uma medição não contábil amplamente utilizada para avaliar a performance operacional de uma empresa sem considerar os efeitos da estrutura de capital, impostos e políticas de depreciação/amortização. O EBITDA é calculado somando-se ao lucro líquido os valores de juros, impostos, depreciação e amortização. Esta medição não contábil é útil porque fornece uma visão do desempenho operacional bruto da empresa, excluindo fatores que podem variar significativamente entre empresas devido a diferentes estruturas de financiamento, regimes fiscais e práticas contábeis. A Margem EBITDA, por sua vez, é calculada dividindo-se o EBITDA pela receita líquida, expressando a eficiência operacional da empresa em termos percentuais. Essa margem é útil para comparar a eficiência operacional entre empresas de diferentes tamanhos e setores (Healy & Palepu, 2001) e (Damodaran, *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666), 2012).

Segundo a KPMG (2020), o EBITDA é uma medição não contábil que ajuda a entender a capacidade de uma empresa de gerar lucro a partir de suas operações principais, independentemente de sua estrutura de capital ou políticas fiscais. A KPMG, ainda, destaca que a Margem EBITDA é uma medição não contábil importante para investidores e analistas, pois facilita a comparação de desempenho entre empresas que operam em diferentes ambientes fiscais e de financiamento (KPMG, 2020). A PwC também enfatiza a importância do EBITDA como uma métrica de desempenho operacional, destacando sua utilidade na avaliação da capacidade de geração de caixa de uma empresa (PwC, 2021).

EBITDA Ajustado e Margem EBITDA Ajustado: O EBITDA ajustado exclui itens não recorrentes ou não operacionais, como ganhos ou perdas extraordinárias, reestruturações, e

outros eventos únicos que não refletem o desempenho operacional contínuo da empresa. Isso proporciona uma visão mais precisa e consistente do desempenho operacional subjacente ao longo do tempo. A metodologia de cálculo do EBITDA Ajustado pode variar entre empresas, mas deve ser claramente explicada e reconciliada com o EBITDA GAAP. A Margem EBITDA Ajustada é calculada de forma similar à Margem EBITDA, utilizando o EBITDA Ajustado no numerador. Esta medição não contábil ajuda a entender a eficiência operacional da empresa, excluindo fatores que podem distorcer a análise de sua performance operacional contínua (Gu & Lev, 2011).

De acordo com a KPMG (2021), o EBITDA Ajustado é uma medição não contábil que proporciona uma visão mais precisa e consistente do desempenho operacional subjacente ao longo do tempo. A KPMG enfatiza que a Margem EBITDA Ajustada é uma ferramenta valiosa para investidores, pois oferece uma visão mais limpa do desempenho operacional, eliminando o ruído causado por eventos únicos ou não recorrentes (KPMG, 2021). A PwC também destaca que o EBITDA Ajustado pode proporcionar uma visão mais clara da performance operacional, especialmente em setores onde eventos não recorrentes são comuns (PwC, 2021).

Lucro Bruto Ajustado: O Lucro Bruto Ajustado exclui itens não recorrentes e não operacionais do custo das mercadorias vendidas para fornecer uma visão mais precisa da margem bruta da empresa. Essa medição não contábil é importante para entender a rentabilidade das operações principais da empresa sem a influência de eventos que não são representativos do desempenho contínuo. O Lucro Bruto Ajustado é calculado subtraindo-se do total das receitas as despesas diretamente atribuíveis à produção de bens ou serviços vendidos, ajustando para excluir itens não recorrentes (Doyle, Jennings, & Soliman, 2013).

A KPMG explica que o Lucro Bruto Ajustado é uma métrica vital para investidores, pois permite uma avaliação mais clara da eficiência operacional da empresa e de sua capacidade de gerar lucro bruto, eliminando o impacto de eventos únicos que podem distorcer a análise. Esta medição não contábil é especialmente relevante em setores com alta volatilidade nos custos ou onde os itens não recorrentes são comuns (KPMG, 2020). A PwC também destaca a importância do Lucro Bruto Ajustado, enfatizando que essa métrica fornece uma visão mais precisa da rentabilidade operacional (PwC, 2021).

Lucro Operacional Ajustado: O Lucro Operacional Ajustado exclui itens extraordinários e não recorrentes, como reestruturações, desvalorizações e outros custos não operacionais, para refletir melhor a performance operacional contínua da empresa. Esta medição não contábil é útil para avaliar a eficiência operacional da empresa sem a influência de eventos pontuais que podem distorcer os resultados. O cálculo do Lucro Operacional Ajustado começa com o lucro operacional GAAP e ajusta por itens específicos que são considerados não recorrentes ou não operacionais. A reconciliação desses ajustes deve ser claramente divulgada (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003).

A KPMG destaca que o Lucro Operacional Ajustado é crucial para investidores e analistas, pois permite uma avaliação mais precisa da capacidade da empresa de gerar lucro a partir de suas operações principais, sem a influência de fatores externos ou eventos únicos. Esta medição não contábil é particularmente útil em setores onde os custos não recorrentes podem ser significativos e distorcer a análise do desempenho operacional (KPMG, 2021). A PwC também enfatiza a importância do Lucro Operacional Ajustado, destacando que essa métrica permite uma avaliação mais precisa da eficiência operacional contínua (PwC, 2021).

Lucro Líquido Ajustado: O Lucro Líquido Ajustado exclui itens não recorrentes, extraordinários ou não operacionais do lucro líquido reportado para fornecer uma visão mais clara da lucratividade subjacente da empresa. Esta medição não contábil é particularmente útil para analisar a lucratividade contínua e comparar o desempenho entre diferentes períodos e empresas. Para calcular o Lucro Líquido Ajustado, começa-se com o lucro líquido GAAP e ajusta-se por itens específicos que não são representativos da performance operacional contínua. A reconciliação desses ajustes deve ser claramente divulgada (Lougee & Marquardt, Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings, 2004).

A KPMG enfatiza que o Lucro Líquido Ajustado é uma métrica essencial para investidores, pois oferece uma visão mais precisa da lucratividade subjacente da empresa, eliminando o impacto de eventos únicos ou não recorrentes. Esta medição não contábil é crucial para avaliar a capacidade da empresa de gerar lucro sustentável ao longo do tempo e para comparações entre empresas e setores (KPMG, 2021). A PwC também ressalta a importância do Lucro Líquido Ajustado, destacando que essa métrica permite uma análise mais precisa da lucratividade contínua (PwC, 2021).

Fluxo de Caixa Livre: O Fluxo de Caixa Livre (FCF) é uma medição não contábil importante para avaliar a capacidade de uma empresa de gerar caixa após os investimentos necessários para manter ou expandir sua base de ativos. O FCF é calculado subtraindo-se os gastos de capital do fluxo de caixa operacional. Esta medição não contábil é crucial para entender a quantidade de caixa disponível para a empresa pagar dividendos, recomprar ações, reduzir dívidas ou investir em novas oportunidades de crescimento. O FCF é calculado utilizando a seguinte fórmula: $FCF = \text{Fluxo de Caixa Operacional} - \text{Gastos de Capital}$. Essa medição não contábil fornece uma visão clara da saúde financeira da empresa e sua capacidade de gerar valor para os acionistas (Jensen, 1986).

A KPMG destaca que o Fluxo de Caixa Livre é uma métrica vital para investidores, pois oferece uma visão clara da saúde financeira da empresa e sua capacidade de gerar valor para os acionistas. Esta medição não contábil é particularmente útil em setores onde os investimentos de capital são significativos e onde a capacidade de gerar caixa livre é um indicador chave de desempenho (KPMG, 2020). A PwC também enfatiza a importância do Fluxo de Caixa Livre, destacando que essa métrica é essencial para avaliar a capacidade de geração de caixa da empresa (PwC, 2021).

Margem de Receita Operacional Ajustada: A Margem de Receita Operacional Ajustada é calculada dividindo-se o Lucro Operacional Ajustado pela receita líquida, fornecendo uma visão da eficiência operacional descontando itens não recorrentes ou extraordinários. Esta medição não contábil é útil para comparar a eficiência operacional entre diferentes períodos e empresas, excluindo o impacto de eventos únicos que podem distorcer a análise. A Margem de Receita Operacional Ajustada é uma medição não contábil que ajuda a entender a eficiência com que uma empresa está gerando lucro a partir de suas operações principais, após ajustar por itens não recorrentes ou extraordinários (Barth & Clinch, 2009).

A KPMG explica que a Margem de Receita Operacional Ajustada é crucial para investidores, pois oferece uma visão mais precisa da eficiência operacional da empresa, eliminando o impacto de eventos únicos ou não recorrentes. Esta medição não contábil é particularmente útil em setores com alta volatilidade nos custos ou onde os itens não recorrentes são comuns (KPMG, 2021). A PwC também destaca a importância da Margem de Receita Operacional Ajustada, enfatizando que essa métrica fornece uma visão mais clara da eficiência operacional (PwC, 2021).

Dívida Bruta e Dívida Líquida: A Dívida Bruta é uma medição não contábil que se refere ao montante total das obrigações financeiras de uma empresa, incluindo empréstimos bancários, emissão de títulos de dívida, e outros passivos financeiros. A apresentação da Dívida Bruta é importante para investidores e analistas financeiros, pois fornece uma visão clara da estrutura de capital da empresa e de seu nível de endividamento. Esta medição não contábil é frequentemente utilizada em análises de risco e na avaliação da solvência da empresa. Além disso, a Dívida Bruta é uma medição não contábil essencial para calcular outras medições não contábeis e métricas financeiras, como a Dívida Líquida e o Índice de Alavancagem, respectivamente (Gobetti & Schettini, 2010). A Dívida Líquida é uma medição não contábil que ajusta a Dívida Bruta ao subtrair os ativos líquidos disponíveis, como caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras. Esta medição não contábil fornece uma visão mais precisa da real obrigação financeira da empresa, considerando os recursos disponíveis para pagar suas dívidas (Gobetti & Schettini, 2010). A apresentação da Dívida Líquida é crucial para avaliar a saúde financeira de uma empresa, sendo, uma medição não contábil amplamente utilizada por investidores e analistas para entender a

capacidade de uma empresa de cumprir suas obrigações financeiras com os recursos disponíveis, inclusive, em análises de crédito e na determinação da capacidade de uma empresa de tomar novos empréstimos (Gobetti & Schettini, 2010).

A apresentação de medições não contábeis, como a dívida bruta e a dívida líquida, tem se tornado uma prática comum entre empresas que buscam fornecer aos investidores uma visão mais clara e ajustada de sua situação financeira, sendo vistas como complementares às medidas GAAP. No contexto das ofertas públicas de ações e títulos de dívida, essas medições são particularmente importantes para investidores que procuram entender a alavancagem financeira e a liquidez das empresas emitentes.

2.5 Regulação para preparação e divulgação de medições não contábeis

A fim de padronizar e regulamentar a divulgação das medições não contábeis (*non-gaap financial measures*), a SEC emitiu uma regulamentação para divulgação e apresentação denominada de “*Regulation G*”, ao qual requer que as companhias públicas que optem por efetuar a divulgação de uma medição não contábil devem incluir, na referida divulgação, a apresentação da medição financeira contábil mais próxima comparável e sua reconciliação até a referida medição não contábil, inclusive com a orientação de quais tipos de ajustes e apresentações são permitidos (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003).

Conforme definido no Item 10(e)(2) do Regulamento SK, uma medição não contábil é uma medida numérica do desempenho financeiro histórico ou futuro, posição financeira ou fluxos de caixa de uma companhia registrada que faz um dos seguintes:

- **Exclui** valores, ou está sujeito a ajustes que têm o efeito de excluir valores, que estão incluídos na medição contábil diretamente comparável calculada e apresentada de acordo com a norma contábil utilizada na preparação da demonstração de resultados, balanço ou demonstração dos fluxos de caixa (ou demonstrações equivalentes) da companhia registrada;
- **Inclui** valores, ou está sujeito a ajustes que tenham o efeito de incluir valores, que são excluídos da medição contábil diretamente comparável calculada e apresentada em conformidade com a normas contábeis.

Cabe destacar, assim como indicado pela KPMG (2023) que medições financeiras exigidas pelas regras da SEC (ou seja, uma medição financeira exigida pela SEC) ou um órgão de regulamentação de um governo ou autoridade governamental ou organização autor reguladora aplicável a companhia registrada (ou seja, uma medição estatutária) não são medições não contábeis. Contudo, se a empresa ajustar uma medição financeira ou medição estatutária exigida pela SEC para incluir ou excluir valores excluídos ou incluídos na medição, ela considera essa medida ajustada como uma medição não contábil.

Além dos requisitos da *Regulation G*, SK Item 10(e) e Instrução 2 ao Item 2.02 (via referência ao SK Item 10(e)(1)(i)) exigem:

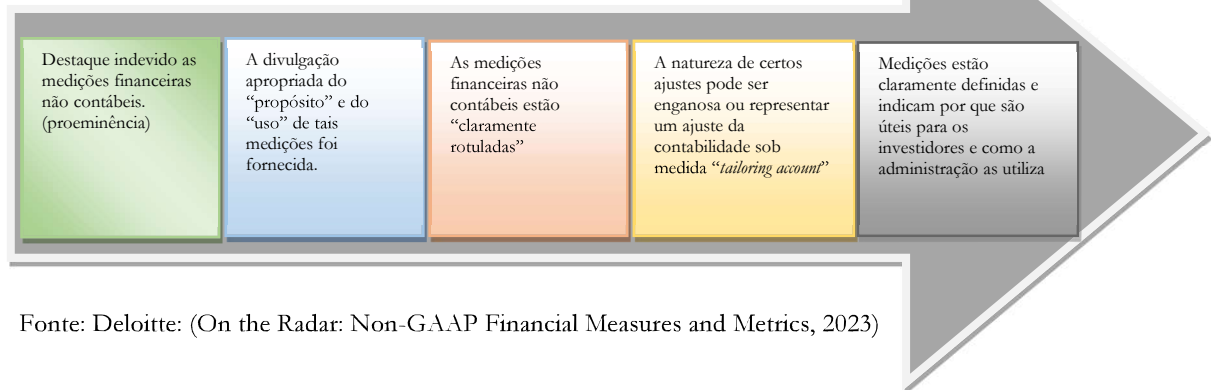
- a medição financeira contábil comparável seja apresentada com destaque igual ou maior do que as medições não contábeis;
- divulgação das razões pelas quais a administração da empresa acredita que a apresentação da medição não contábil é útil para os investidores; e
- na medida do material, uma declaração da finalidade (se houver) para a qual a administração usa a medição não contábil (KPMG, 2023).

O *Regulation G* frisa que que uma medição não contábil não pode ser enganosa (*misleading*). Uma medição não contábil é considerada enganosa quando, juntamente com as informações ou discussões que acompanham essa medida, e à luz das circunstâncias em que é apresentada, contém uma declaração falsa de um fato relevante ou omite uma declaração de fato material.

Dessa forma, as companhias registradas que buscam efetuar a divulgação de medições não contábeis, devem permanecer atentas aos principais tópicos de foco de comentários emitidos pela SEC, sendo:

Figura 3

Principais tópicos de foco nos comentários emitidos pela SEC



Fonte: Deloitte: (On the Radar: Non-GAAP Financial Measures and Metrics, 2023)

A divulgação de medições não contábeis no Brasil é regulamentada principalmente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM emitiu a Resolução CVM 156/22, em substituição a Instrução CVM 527/12, que estabelece diretrizes para a divulgação voluntária de informações financeiras pro forma, incluindo medições não contábeis. Esta resolução visa aumentar a transparência e a comparabilidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas brasileiras, alinhando-se com as melhores práticas internacionais. Contudo, a referida resolução, aparentemente aparente ser direcionada exclusivamente para a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR (EBITDA e EBIT, respectivamente), ao qual, na ausência de uma regulamentação específica orientativa conforme realizado no mercado dos Estados Unidos abrangendo todos os requerimentos para as divulgações de medições não contábeis, as empresas que divulgam suas informações financeiras no Brasil usualmente seguem a essência da referida resolução para a divulgação das demais medições não contábeis.

De acordo com a Resolução CVM 156/22, as empresas que optarem por divulgar medições não contábeis devem seguir alguns requisitos específicos:

1. **Definição Clara das Medições:** As empresas devem fornecer uma definição clara e precisa das medições não contábeis utilizadas. Isso é essencial para evitar ambiguidade ou confusão entre os investidores (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).
2. **Reconciliar com Medidas Contábeis:** As medições não contábeis devem ser reconciliadas com as medidas contábeis correspondentes, conforme estabelecido pelos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) ou as normas internacionais de contabilidade (IFRS). A reconciliação deve ser apresentada de forma detalhada e transparente (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).
3. **Justificação do Uso:** As empresas precisam explicar as razões para a utilização dessas medições, destacando como elas fornecem informações adicionais relevantes que complementam as demonstrações financeiras tradicionais. Isso ajuda os investidores a entenderem a importância dessas medições no contexto do desempenho financeiro da empresa (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).
4. **Consistência na Divulgação:** A divulgação de medições não contábeis deve ser consistente ao longo do tempo para permitir comparações significativas entre diferentes períodos. A consistência é crucial para garantir que os investidores possam confiar nas informações fornecidas e fazer comparações precisas (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).

A Resolução CVM 156/22 também enfatiza a necessidade de assegurar que as medições não contábeis não sejam apresentadas de forma a induzir os investidores a erro. As informações

devem ser divulgadas de maneira que não exagerem a performance financeira da empresa, mas sim complementem as medidas contábeis tradicionais.

Em linha com as regulamentações acerca da divulgação de medições não contábeis, tanto no mercado brasileiro quanto no mercado dos Estados Unidos, temos diversos materiais publicados pelas principais empresas de auditoria (Big Four), sendo que:

A KPMG destaca a importância da transparência na divulgação de medições não contábeis. A empresa enfatiza que a reconciliação com medidas contábeis GAAP ou IFRS é crucial para manter a confiança dos investidores. A KPMG sugere que as empresas expliquem claramente as razões para a utilização dessas medições, destacando como elas ajudam a fornecer uma visão mais completa do desempenho financeiro. Além disso, a KPMG recomenda que as empresas mantenham uma comunicação clara e contínua com os investidores sobre qualquer alteração nas definições ou nos cálculos das medições não contábeis (KPMG, 2020).

Na mesma linha, a PwC ressalta a importância de definir claramente as medições não contábeis e de manter consistência na divulgação ao longo do tempo, enfatizando ainda que a reconciliação dessas medidas com as medidas contábeis tradicionais é fundamental para garantir que os investidores possam confiar nas informações fornecidas. A PwC também sugere que as empresas forneçam explicações detalhadas sobre os métodos de cálculo e as justificativas para a utilização de medições não contábeis, garantindo que essas informações sejam facilmente compreensíveis para os investidores (PwC, 2021). Nesta linha, argumenta que a clareza e a precisão na definição de medições não contábeis são cruciais para evitar a confusão entre os investidores e recomenda que as empresas forneçam exemplos práticos de como essas medições são calculadas e utilizadas na análise do desempenho financeiro. Isso pode incluir a divulgação de ajustes específicos que foram feitos para chegar às medições não contábeis, bem como a explicação de por que esses ajustes são relevantes para a análise financeira (PwC, 2021).

A Deloitte destaca a necessidade de justificar o uso de medições não contábeis, explicando como essas medidas complementam as informações contábeis tradicionais e fornecem uma visão mais completa e precisa do desempenho financeiro da empresa. A Deloitte recomenda que as empresas mantenham uma comunicação clara e transparente com os investidores, explicando quaisquer mudanças nas definições ou nos cálculos das medições não contábeis e garantindo que essas informações sejam apresentadas de forma consistente ao longo do tempo (Deloitte, 2021). Também enfatiza-se a importância de assegurar que as medições não contábeis não sejam usadas para mascarar a verdadeira performance financeira da empresa. As empresas devem ser cuidadosas ao escolher os ajustes a serem feitos e devem fornecer uma explicação detalhada de como esses ajustes impactam a análise financeira. A transparência na divulgação dessas informações é fundamental para manter a confiança dos investidores e garantir a integridade das demonstrações financeiras (Deloitte, 2021).

Por sua vez, a EY enfatiza a importância de definir e reconciliar medições não contábeis, além de garantir a consistência e a clareza na comunicação dessas informações aos investidores. Sugere-se ainda que as empresas expliquem detalhadamente os métodos de cálculo das medições não contábeis e como elas complementam as medidas contábeis tradicionais, e também, destaca a importância de manter uma comunicação contínua com os investidores, explicando qualquer alteração nas definições ou nos cálculos das medições não contábeis (EY, 2020). Argumentando ainda que, as medições não contábeis devem ser usadas para fornecer uma visão mais completa do desempenho financeiro da empresa, e não para substituir as medidas contábeis tradicionais e recomenda que as empresas utilizem uma abordagem equilibrada ao divulgar medições não contábeis, garantindo que essas informações complementem, e não substituam, as demonstrações financeiras tradicionais. A EY reforça ainda que a consistência na divulgação dessas medições não contábeis ao longo do tempo é essencial para permitir comparações significativas e precisas (EY, 2020).

A regulamentação da CVM e as orientações das Big Four estabelecem um quadro robusto para a divulgação de medições não contábeis no Brasil. A transparência, a clareza e a consistência

são os princípios fundamentais que garantem a confiança dos investidores e a comparabilidade das informações financeiras. Essas práticas são essenciais para que as empresas possam fornecer uma visão mais completa e precisa de seu desempenho financeiro, complementando as demonstrações financeiras tradicionais.

2.6 Estudos empíricos anteriores

A avaliação de estudos empíricos anteriores é fundamental para a realização de uma dissertação de pesquisa científica, especialmente em temas complexos como o impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações (IPOs) no mercado de capitais brasileiro e dos Estados Unidos. Este tópico não só fornece uma base teórica, mas também permite a identificação de lacunas na literatura existente, orientando a formulação de hipóteses e a metodologia da pesquisa.

Estudos empíricos anteriores sobre a divulgação de medições não contábeis em IPOs têm demonstrado a relevância dessas informações para investidores e reguladores. Liu e Zhang (2020) investigaram o uso de medidas não contábeis em IPOs e descobriram que 60% das empresas que realizam IPOs divulgam essas medidas em seus registros. As medidas não contábeis mais frequentemente reportadas incluem EBITDA e EBITDA Ajustado, que geralmente são superiores aos lucros GAAP das empresas. Os autores concluíram que as empresas são mais propensas a divulgar medidas não contábeis quando seus lucros GAAP estão próximos de benchmarks, quando reportam itens especiais e quando possuem uma maior proporção de ativos intangíveis. Além disso, a probabilidade de divulgação de medidas não contábeis diminui para empresas com altos gastos em P&D (pesquisa e desenvolvimento).

Melo e Lamonier (2019) investigaram os determinantes do gerenciamento de resultados em IPOs no mercado de capitais brasileiro. Eles descobriram que as acumulações discricionárias são positivas e relevantes no período que engloba os três anos ao redor da data do IPO, indicando a ocorrência de gerenciamento de resultados. Variáveis como a fase do IPO, se é um período "quente", e a governança corporativa diferenciada foram identificadas como condicionantes significativos.

A pesquisa de Andrade e Murcia (2018) focou nas características e implicações da divulgação voluntária de EBITDA e EBITDA ajustado em empresas brasileiras. Eles identificaram que empresas de maior porte e com níveis elevados de governança corporativa são mais propensas a divulgar essas medidas, embora existam inconsistências na conformidade com as normas regulatórias.

Doyle, Jennings e Soliman (2013) examinaram se os gestores definem lucros não-GAAP para atender ou superar as previsões dos analistas. Eles encontraram evidências de que os gestores utilizam lucros não-GAAP de forma oportunista para atender ou superar as expectativas dos analistas, especialmente quando é mais caro usar o gerenciamento de resultados por accruals devido a restrições no balanço patrimonial.

Black e Christensen (2009) investigaram o uso de ajustes "pro forma" por gestores dos Estados Unidos para atingir metas estratégicas de lucros. Eles descobriram que os gestores frequentemente excluem despesas recorrentes, como P&D e compensação baseada em ações, para atingir essas metas, indicando um uso oportunista dos ajustes "pro forma".

Bhattacharya et al. (2003) avaliaram a informatividade relativa e a permanência dos lucros "pro forma" em comparação com os lucros operacionais GAAP. Eles concluíram que os lucros "pro forma" são mais informativos e permanentes do que os lucros operacionais GAAP, sendo considerados mais representativos dos "lucros principais" pelas partes interessadas do mercado.

Tabela 1*Resumo de estudos empíricos anteriores*

Autores	Título	Questão de Pesquisa	Hipóteses de Pesquisa	Método Estatístico Utilizado	Conclusão do Estudo
Liu, B., & Zhang, D. (2020)	The use of non-GAAP measures in initial public offerings	Uso de medições não contábeis em IPOs	Empresas divulgam medições não contábeis quando lucros GAAP estão próximos de benchmarks	Análise de regressão	Empresas são mais propensas a divulgar medições não contábeis em certas condições
Melo, P. H. F., & Lamonier, W. M. (2019)	Determinantes do gerenciamento de resultados em IPOs no Brasil	Gerenciamento de resultados em IPOs no Brasil	Acumulações discricionárias são positivas e relevantes ao redor da data do IPO	Análise de accruals discricionários	Gerenciamento de resultados é comum e influenciado por várias variáveis
Andrade, G. V., & Murcia, F. D. R. (2018)	Cuidado, EBITDA e EBITDA ajustado das principais empresas brasileiras podem estar inflacionados	Divulgação voluntária de EBITDA e EBITDA ajustado em empresas brasileiras	Empresas de maior porte e com níveis elevados de governança são mais propensas a divulgar EBITDA e EBITDA ajustado	Análise de relatórios anuais e trimestrais	Empresas divulgam EBITDA e EBITDA ajustado, mas há inconsistências na conformidade com normas regulatórias
Doyle, J. T., Jennings, J. N., & Soliman, M. T. (2013)	Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts?	Definição de lucros não-GAAP para atender ou superar previsões dos analistas	Gestores ajustam lucros não-GAAP para atender ou superar previsões dos analistas	Análise de regressão	Gestores utilizam lucros não-GAAP para atender ou superar previsões dos analistas
Black, D. E., & Christensen, T. E. (2009)	US managers' use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings targets	Utilização de ajustes "pro forma" para atingir metas estratégicas de lucros	Gestores utilizam ajustes "pro forma" para manipular resultados financeiros	Análise de regressão	Ajustes "pro forma" são utilizados para apresentar uma visão mais favorável dos resultados financeiros
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	Informatividade relativa e permanência dos lucros "pro forma" em comparação com os lucros operacionais GAAP	Lucros "pro forma" são mais informativos e permanentes do que os lucros operacionais GAAP	Análise de regressão e testes de robustez	Lucros "pro forma" podem fornecer informações adicionais úteis, mas são suscetíveis a manipulações

Fonte: Elaborado pelo autor.

Adicionalmente, a divulgação da PriceWaterhouseCoopers (PwC) intitulada "*How non-GAAP measures and key performance metrics can impact your IPO, (2021)*" fornece uma análise abrangente sobre o uso de medições não contábeis e indicadores-chave de desempenho (KPIs) em IPOs. Destaca-se, ainda que, essas medidas são essenciais para contar a história da empresa aos

investidores, oferecendo uma visão mais completa dos motores de negócios e ajudando a estabelecer uma base para o desempenho futuro e enfatiza a importância de garantir que as medições não contábeis e os KPIs escolhidos reflitam autenticamente a gestão do negócio e que a empresa continue a fornecer essas métricas após a abertura de capital para fins de comparabilidade (PwC, 2021).

Esses estudos fornecem uma base sólida para a compreensão do impacto das medições não contábeis em IPOs, destacando a importância de tais divulgações para a tomada de decisão dos investidores e a transparência do mercado. A análise desses trabalhos permite identificar padrões e tendências que podem ser aplicados ao contexto atual, além de fornecer insights valiosos para a formulação de hipóteses e a escolha de metodologias adequadas para a pesquisa.

2.7 Hipóteses

A principal diferença entre as hipóteses e os problemas de pesquisa é que as hipóteses são declarações de afirmação que podem ser testadas, enquanto os problemas de pesquisa são declarações de interrogação que solicitam uma resposta. Por serem sentenças afirmativas, as hipóteses enunciam relações testáveis entre duas ou mais variáveis e permitem que o ser humano teste aspectos da realidade com um mínimo de distorção causada por predileções. Ora, as hipóteses, embora sejam construídas pelo ser humano, podem ser testadas e assim sua aceitação ou rejeição ocorre pela própria realidade e não por influências de crenças e valores do pesquisador (Kerlinger, 1980).

Ademais, uma outra virtude das hipóteses, consiste no fato de que as mesmas são uma forma de testar a validade do arcabouço teórico existente, uma vez que são dele deduzidas segundo Kerlinger (1980). Tal afirmação é corroborada por Martins e Theóphilo (2016), acrescentando que a aceitação ou a rejeição das hipóteses pode complementar significativamente a resposta à questão de pesquisa e o alcance dos objetivos de estudos, além de auxiliar fortemente na explicação do fenômeno em observação. Os autores ainda expressam que:

A abordagem metodológica hipotético-dedutiva – comum nos estudos da área de humanidades – pede o enunciado de hipóteses que no desenvolvimento do trabalho serão testadas e comprovadas através do suporte do referencial teórico e análises dos resultados de avaliações quantitativas e qualitativas das informações, dados e evidências conseguidas. (p. 29)

Embora a utilização de medições não contábeis, tais como o EBITDA, o EBITDA Ajustado, a Margem EBITDA, a Margem EBITDA Ajustado, o Lucro Bruto Ajustado, o Lucro Operacional Ajustado, o Lucro Líquido Ajustado, o Fluxo de Caixa Livre, a Margem de Receita Operacional Ajustada, a Dívida Bruta e a Dívida Líquida não sejam medidas de desempenho financeiro reconhecidas pelas práticas contábeis adotadas no Brasil nem pelas Normas Internacionais de Relatório Financeiro (*International Financial Reporting Standards – IFRS*), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), e não possuem significado padrão, as companhias costumam se utilizar de alguns, ou de todos, estes indicadores em suas Ofertas. Justificam-se de que, estas medições não contábeis, são úteis uma vez que permitem verificar a margem operacional dos seus negócios, inclusive, por meio de “ajustes” que costumam excluir efeitos de transações não recorrentes que vieram a afetar o resultado em um determinado período. Nestes casos, as medições não contábeis são precedidas pela nomenclatura “Ajustado” conforme definido pela U.S. Securities and Exchange Commission “SEC” (2003) e no Brasil, apesar de não haver uma regulamentação específica conforme a definida pela SEC, a prática no mercado de capitais adotam as condições indicadas pela Resolução CVM nº 156 que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR.

As medições não contábeis, não são indicadores de desempenho financeiro de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil ou IFRS e não devem servir de base para comparação com

indicadores com o mesmo nome apresentados por outras empresas, pois estas, podem calculá-los de forma diferente. Assim, como estas medições não contábeis possuem uma limitação quanto a sua comparabilidade, elas devem ser analisadas em conjunto com as demonstrações financeiras de cada companhia para que seja possível se ter uma visão completa da sua rentabilidade. (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003)

Em geral, a literatura acadêmica mostra que, no ambiente regulatório atual, as medições não contábeis fornecem informações úteis aos investidores no mercado (Black et al., (2012); Dilla et al., (2013); (Elliot, 2016); (Huang & Skantz, 2016). A literatura indica que o tipo de ajuste feito, a qualidade da reconciliação e o comportamento geral dos relatórios financeiros da empresa podem afetar a confiança do investidor nas divulgações das medições não contábeis.

Esta seção, portanto, dedica-se ao desenvolvimento das hipóteses da pesquisa. Com base na revisão e na análise da literatura realizadas nos capítulos anteriores, são pressupostas as associações previstas da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações no mercado de capitais brasileiro e dos Estados Unidos, pois de acordo com Liu e Zhang (2020), os dados de seus estudos mostram que as medições não contábeis apresentam uma imagem mais otimista do desempenho financeiro das empresas do que os apresentados nas medições financeiras contábeis (por exemplo, Lucro líquido ajustado “150” vs Lucro líquido “20”).

As hipóteses de pesquisa formuladas neste estudo estão fundamentadas nas teorias da divulgação e da sinalização, discutidas nas seções anteriores. Parte-se da premissa de que a divulgação de determinadas medições não contábeis pode reduzir a assimetria informacional e, simultaneamente, sinalizar qualidade percebida ao mercado. Com base nesse arcabouço teórico, foram selecionadas dez medições não contábeis amplamente utilizadas em ofertas públicas de ações: EBITDA, EBITDA Ajustado, Margem EBITDA, Margem EBITDA Ajustada, Lucro Bruto Ajustado, Lucro Operacional Ajustado, Lucro Líquido Ajustado, Fluxo de Caixa Livre, Margem de Receita Operacional Ajustada e Dívida Bruta e Dívida Líquida. Cada uma dessas métricas fundamenta uma hipótese específica, conforme detalhado a seguir.

2.7.1 Hipótese 1 – EBITDA

O EBITDA é uma medição não contábil que é frequentemente utilizado em IPOs para avaliar o valor de uma empresa, pois mede a capacidade da empresa de gerar lucros com suas operações PwC (2021). Isso ocorre porque o EBITDA é um indicador de lucratividade operacional, ou seja, ele mede a capacidade da empresa de gerar lucros com suas operações. O EBITDA também é utilizado para comparar empresas de diferentes setores, pois ele não é afetado por fatores contábeis que podem variar de setor para setor (PwC, 2021). Estudos indicam que o EBITDA é um indicador financeiro importante para investidores em IPOs, pois fornece uma visão clara da lucratividade operacional (Black D. E., Christensen, Ciesielski, & Whipple, 2021).

Um EBITDA alto indica que a empresa está gerando lucros significativos com suas operações, enquanto um EBITDA baixo sugere que a empresa está gastando muitos recursos para a manutenção de suas atividades operacionais. Portanto, o EBITDA é uma métrica importante para investidores que buscam entender a eficiência operacional de uma empresa.

De acordo com Brown, Christensen, Menini e Steffen (2016), a divulgação do EBITDA em IPOs é uma prática comum devido à sua simplicidade e utilidade na comparação entre empresas. Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 11% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 divulgaram EBITDA, destacando sua importância na avaliação de ofertas públicas de ações..

Partindo dessas considerações, formula-se a **Hipótese 1: O uso do EBITDA como medição não contábil está positivamente associado ao sucesso de lançamento e realização de uma oferta pública.**

2.7.2 *Hipótese 2 – EBITDA Ajustado*

O EBITDA ajustado é uma medição não contábil que mede o lucro de uma empresa antes dos juros, impostos, depreciação, amortização e outros itens não recorrentes. É frequentemente utilizado em IPOs para avaliar o valor de uma empresa. Adicionalmente a divulgação do EBITDA, ocorre os ajustes decorrentes de efeitos de itens considerados como sendo não recorrentes pela administração da companhia, como ganhos ou perdas de capital, despesas legais e judiciais, e demais ganhos ou perdas não recorrentes.

Um EBITDA Ajustado alto indica que a empresa está gerando lucros significativos com suas operações, enquanto um EBITDA Ajustado baixo sugere que a empresa está gastando muitos recursos para a manutenção de suas atividades operacionais. Portanto, o EBITDA Ajustado é uma métrica importante para investidores que buscam entender a eficiência operacional de uma empresa.

Brown, Christensen, Menini e Steffen (2016) destacam que a apresentação do EBITDA ajustado pode aumentar a confiança dos investidores ao fornecer uma imagem mais clara da performance operacional. A KPMG (2023) reforça a importância de uma reconciliação precisa entre medições GAAP e não-GAAP para a aceitação dessa medição não contábil em IPOs.

Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 49% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 continham a divulgação da referida medição não contábil, assim como no estudo realizado por (Liu & Zhang, 2020) que em 50% dos IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos entre 2009 e 2023 também contavam com a divulgação da referida medição não contábil.

A partir dessas arguições, propõe-se a **Hipótese 2: O uso do EBITDA Ajustado como medição não contábil está positivamente associado ao sucesso de lançamento e realização de uma oferta pública.**

2.7.3 *Hipótese 3 – Margem EBITDA*

A Margem EBITDA é uma medição não contábil que mede a lucratividade operacional de uma empresa, expressa como uma porcentagem das receitas. É calculada dividindo o EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) pelas receitas. A Margem EBITDA é um indicador importante para os investidores porque fornece uma visão da lucratividade operacional de uma empresa, eliminando os efeitos das decisões de financiamento e políticas contábeis.

Uma Margem EBITDA alta indica que a empresa está gerando lucros significativos com suas operações, enquanto uma Margem EBITDA baixa indica que a empresa está gastando muitos recursos para a manutenção de suas operações. A Margem EBITDA também pode ser usada para comparar empresas de diferentes setores, pois não é afetada por fatores contábeis que podem variar de setor para setor.

Black et al. (2021) indicam que a Margem EBITDA é uma métrica importante para os investidores, pois fornece uma visão clara da eficiência operacional da empresa. A PwC (2021) reforça que a margem EBITDA é frequentemente usada em IPOs para avaliar a eficiência operacional contínua.

Considerando esse contexto, deduz-se a **Hipótese 3: O uso da Margem EBITDA como medição não contábil está positivamente associado ao sucesso de lançamento e realização de uma oferta pública.**

2.7.4 *Hipótese 4 – Margem EBITDA Ajustada*

A Margem EBITDA Ajustada é uma medição não contábil que mede a lucratividade operacional de uma empresa, expressa como uma porcentagem das receitas. É calculada dividindo o EBITDA Ajustado (lucro antes de juros, impostos, depreciação, amortização e outros itens não recorrentes) pelas receitas.

Uma Margem EBITDA Ajustada alta indica que a empresa está gerando lucros significativos com suas operações, enquanto uma Margem EBITDA Ajustada baixa indica que a empresa está gastando muitos recursos para a manutenção de suas operações. A Margem EBITDA Ajustada também pode ser usada para comparar empresas de diferentes setores, pois não é afetada por fatores contábeis que podem variar de setor para setor. Isso torna a margem EBITDA ajustada uma métrica valorizada por investidores que buscam uma avaliação mais realista da eficiência operacional.

Estudos acadêmicos mostram que a divulgação da Margem EBITDA Ajustada pode ser um indicador importante para os investidores ao avaliar a capacidade da empresa de gerar receita de forma eficiente, excluindo distorções causadas por eventos não recorrentes (Brown, Christensen, Menini, & Steffen, 2016). A PwC (2021) reforça que a Margem EBITDA Ajustada é frequentemente usada em IPOs para avaliar a eficiência operacional contínua.

Diante dessas circunstâncias, propõe-se a **Hipótese 4: O uso da Margem EBITDA Ajustada como medição não contábil está positivamente associado ao sucesso de lançamento e realização de uma oferta pública.**

2.7.5 Hipótese 5 – Lucro Bruto Ajustado

O Lucro Bruto Ajustado é uma medição não contábil que é calculado excluindo itens não recorrentes ou extraordinários do lucro bruto tradicional. Sua finalidade é oferecer uma visão mais precisa do desempenho operacional da empresa, removendo os efeitos de eventos únicos que podem distorcer a análise financeira.

Um Lucro Bruto Ajustado alto indica que a empresa está gerando uma quantidade significativa de lucro a partir de suas operações principais, enquanto um Lucro Bruto Ajustado baixo sugere dificuldades operacionais. Isso torna o Lucro Bruto Ajustado uma medição não contábil importante para avaliar a verdadeira capacidade de geração de receita da empresa.

Black et al. (2021) indicam que a clareza na apresentação dessas medições é crucial para a confiança dos investidores. O Lucro Bruto Ajustado também pode ser usado para comparar empresas de diferentes setores, pois não é afetado por fatores contábeis que podem variar de setor para setor. Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 9% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 continham a divulgação da referida medição não contábil.

Diante dessas constatações, formula-se a **Hipótese 5: O uso do Lucro Bruto Ajustado como medição não contábil está positivamente associado à percepção de performance financeira nas ofertas públicas de ações.**

2.7.6 Hipótese 6 – Lucro Operacional Ajustado

O Lucro Operacional Ajustado é uma medição não contábil que é calculado excluindo itens extraordinários do lucro operacional tradicional. Sua finalidade é oferecer uma visão mais precisa da capacidade de uma empresa de gerar lucros com suas operações principais, removendo os efeitos de eventos únicos.

Um Lucro Operacional Ajustado alto sugere que a empresa está gerando lucros significativos com suas operações principais, enquanto um Lucro Operacional Ajustado baixo indica desafios operacionais. Isso torna o Lucro Operacional Ajustado uma medição não contábil importante para avaliar a performance operacional sustentável da empresa.

Brown et al. (2016) mostram que essas medições não contábeis apresentam uma imagem mais otimista do desempenho financeiro, o que pode influenciar positivamente a decisão de investimento. A KPMG (2023) observa que essa medição não contábil é valorizada por investidores em IPOs devido à sua capacidade de refletir a performance operacional real. Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 8% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 continham a divulgação da referida medição não contábil.

Diante dessas constatações, formula-se a **Hipótese 6: O uso do Lucro Operacional Ajustado como medição não contábil está positivamente associado à percepção de performance financeira nas ofertas públicas de ações.**

2.7.7 Hipótese 7 – Lucro Líquido Ajustado

O Lucro Líquido Ajustado é uma medição não contábil que mede o lucro líquido de uma empresa após a exclusão de certos itens não recorrentes. Os itens não recorrentes são despesas ou receitas que são incomuns ou inesperadas. Eles podem incluir itens como ganhos ou perdas de capital, despesas legais e judiciais, e receitas ou despesas não operacionais.

Um Lucro Líquido Ajustado alto indica que a empresa está gerando lucros consistentes, enquanto um Lucro Líquido Ajustado baixo sugere dificuldades na geração de lucros. Isso torna o Lucro Líquido Ajustado uma medição não contábil importante para avaliar a estabilidade financeira da empresa e também pode ser usado para comparar empresas de diferentes setores, pois não é afetado por fatores contábeis que podem variar de setor para setor.

Segundo Elliott (2006), essa medição não contábil é importante para investidores entenderem a verdadeira performance financeira. Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 24% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 continham a divulgação da referida medição não contábil, assim como no estudo realizado por (Liu & Zhang, 2020) que em 4,92% dos IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos entre 2009 e 2023 também contavam com a divulgação da referida medição não contábil.

Diante dessas constatações, formula-se a **Hipótese 7: O uso do Lucro Líquido Ajustado como medição não contábil está positivamente associado à percepção de performance financeira nas ofertas públicas de ações.**

2.7.8 Hipótese 8 – Fluxo de Caixa Livre

O Fluxo de Caixa Livre é uma medição não contábil que se calcula subtraindo os gastos de capital das operações de caixa geradas pelas atividades operacionais. Sua finalidade é medir a capacidade da empresa de gerar caixa após cobrir as despesas operacionais e de capital.

Um Fluxo de Caixa Livre alto indica que a empresa tem uma boa liquidez e flexibilidade financeira, enquanto um Fluxo de Caixa Livre baixo sugere que a empresa pode enfrentar dificuldades financeiras. Isso torna o Fluxo de Caixa Livre uma medição não contábil significativa para avaliar a sustentabilidade financeira da empresa.

Dilla et al. (2013) argumentam que essa medição não contábil proporciona uma visão clara da liquidez e flexibilidade financeira. Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 14% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 continham a divulgação da referida medição não contábil.

Diante dessas constatações, formula-se a **Hipótese 8: O uso do Fluxo de Caixa Livre como medição não contábil está positivamente associado à percepção de performance financeira nas ofertas públicas de ações.**

2.7.9 Hipótese 9 – Margem de Receita Operacional Ajustada

A Margem de Receita Operacional Ajustada é calculada excluindo itens não recorrentes da margem de receita operacional GAAP. Sua finalidade é oferecer uma visão mais precisa da eficiência operacional contínua da empresa, removendo os efeitos de eventos únicos.

Uma Margem de Receita Operacional Ajustada alta sugere que a empresa está gerando receita de forma eficiente, enquanto uma Margem de Receita Operacional Ajustada baixa sinaliza a existência de desafios operacionais. Isso torna a Margem de Receita Operacional Ajustada uma métrica importante para avaliar a eficiência operacional da empresa.

Dilla et al. (2013) argumentam que essa medição não contábil proporciona uma visão clara da liquidez e flexibilidade financeira. Assim como descrito no relatório da PriceWaterhouseCoopers (2021), 3% de todos os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos no período de 01 de julho de 2018 a 30 de junho de 2021 continham a divulgação da referida medição não contábil.

Diante dessas constatações, formula-se a **Hipótese 9: O uso da Margem de Receita Operacional Ajustada como medição não contábil está positivamente associado à percepção de performance financeira nas ofertas públicas de ações.**

2.7.10 Hipótese 10 – Dívida Bruta e Dívida Líquida

A Dívida Bruta é calculada somando todas as obrigações financeiras de uma empresa, enquanto a Dívida Líquida é calculada subtraindo os equivalentes de caixa da Dívida Bruta. Sua finalidade é medir a alavancagem financeira da empresa.

Uma Dívida Bruta alta pode indicar um alto nível de endividamento, enquanto uma Dívida Líquida alta, ajustada para as reservas de caixa, fornece uma visão mais clara da verdadeira exposição ao endividamento da empresa. Isso torna essas métricas relevantes para avaliar o risco associado a alavancagem financeira da empresa.

Damodaran (2009) destaca que a Dívida Líquida, em particular, oferece uma visão mais clara da capacidade de endividamento. A KPMG (2023) observa que essas métricas são essenciais em IPOs para avaliar o risco financeiro e a alavancagem da empresa.

Diante dessas constatações, formula-se a **Hipótese 10: O uso de Dívida Bruta e Dívida Líquida como medições não contábeis está positivamente associado à avaliação da alavancagem financeira nas ofertas públicas de ações.**

2.7.11 Sumário das Hipóteses de Pesquisa

A Tabela 2 resume esta seção e relaciona todas as hipóteses elaboradas para identificar os fatores positivos e negativos na adoção das medições não contábeis identificadas.

Tabela 2

Resultados esperados nas hipóteses de pesquisa

HIPÓTESE	FATOR	SINAL ESPERADO
1	EBITDA	+
2	EBITDA Ajustado	+
3	Margem EBITDA	+
4	Margem EBITDA Ajustada	+
5	Lucro Bruto Ajustado	+
6	Lucro Operacional Ajustado	+
7	Lucro Líquido Ajustado	+
8	Fluxo de Caixa Livre	+
9	Margem de Receita Operacional Ajustada	+
10	Dívida Bruta e Dívida Líquida	+

Fonte: Elaborado pelo autor.

3 MÉTODOS

O conhecimento científico é diferente do conhecimento comum porque é baseado em métodos científicos. Os métodos científicos são uma série de métodos que os cientistas seguem para investigar o mundo ao seu redor. Esses métodos permitem que os cientistas obtenham resultados confiáveis e repetíveis. Sem os métodos científicos, os cientistas não teriam como comprovar suas descobertas ou desenvolver novas teorias. Os métodos científicos também permitem que os cientistas tenham poder sobre o mundo ao seu redor. Os cientistas podem usar seus conhecimentos para desenvolver novas tecnologias, resolver problemas e melhorar a qualidade de vida das pessoas. Em suma, os métodos científicos são essenciais para o desenvolvimento da ciência. Eles permitem que os cientistas obtenham resultados confiáveis, desenvolvam novas teorias e tenham poder sobre o mundo ao seu redor (Martins & Theóphilo, 2016).

Para Martins e Theóphilo (2016), o método científico refere-se à maneira de construir boa ciência, nada mais nada menos. Os métodos científicos não oferecem um conjunto de regras exaustivas e infalíveis para realizar as investigações, já que tais tipos de receitas não existem, mas orientam o caminho a ser percorrido para chegar a um fim ou objetivo científico.

Nesse sentido, a demonstração do caminho percorrido no desenvolvimento desta dissertação é a meta deste capítulo. Destaques são trazidos à população e à amostra da pesquisa; à coleta de dados e às técnicas de análises dos dados.

3.1 População e Amostra da Pesquisa

Considerando o problema e os objetivos desta dissertação, entende-se que todos aqueles que atuam com o estabelecimento dos preços nas empresas no mercado de capitais brasileiro e dos Estados Unidos são os potenciais informantes para este estudo.

Destarte, optou-se nesta pesquisa, assim como ocorre na maior parte das investigações científicas, por delimitar o universo de estudo e atuar com grupos restritos que poderiam ser, de fato, acessados. Os grupos restritos que podem ser acessados compõem a população de um estudo.

Conforme Martins e Theóphilo (2016) esclarecem, a população se refere ao conjunto de indivíduos ou objetos que apresentam determinadas características comuns para o estudo. Nesta pesquisa, definiu-se que essa população deveria ser formada por empresas que realizaram a emissão de ações nos mercados de capitais brasileiro e dos Estados Unidos durante o período de 01 de janeiro de 2021 a 31 de dezembro de 2023.

Para identificar quais são as empresas, realizou-se um levantamento pelo “Terminal Bloomberg” para identificar os IPOs realizados no mercado dos Estados Unidos, que no período de 01 de janeiro de 2021 a 31 de dezembro de 2023 totalizaram 1.102 empresas com 1.212 IPOs. Adicionalmente, para o mercado brasileiro, foram extraídas as informações no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e neste mesmo período tivemos 56 empresas com 56 IPOs.

Tabela 3

Relação de IPOs nos mercados dos Estados Unidos e brasileiro

ANO	IPOS			QUANTIDADE EMPRESAS		
	ESTADOS UNIDOS*	BRASILEIRO**	TOTAL	ESTADOS UNIDOS *	BRASILEIRO**	TOTAL
2023	203	20	223	180	20	200
2022	207	4	211	199	4	203
2021	802	32	834	723	32	755
Total	1.212	56	1.268	1.102	56	1.158

Fonte: *- informação extraída do Terminal Bloomberg.

** - informação extraída da CVM (<https://dados.cvm.gov.br/dataset/oferta-distrib>)

No geral, considerando os IPOs realizados nos mercados brasileiro e dos Estados Unidos totalizam-se 1.268 IPOs, que serão analisados conforme apresentado TABELA 3.

3.2 Coleta de Dados e Variáveis

As variáveis a serem levantadas para a realização das análises estatísticas foram extraídas de fontes de dados públicas. No mercado dos Estados Unidos, foi utilizado dados da U.S. Securities and Exchange Commissions (EDGAR | Company Research), especificamente dos formulários S-1 (para empresas incorporadas nos EUA) e F-1 (para empresas incorporadas fora dos EUA), juntamente com análises econômico-financeiras extraídas do terminal Bloomberg, da S&P Global Market Intelligence (Capital IQ) e da plataforma Stock Analysis.

Referente ao mercado brasileiro, as informações para a realização das análises serão obtidas da Comissão de Valores Mobiliários, relacionados aos prospectos preliminares de definitivos, além de análises econômico-financeiras extraídas da plataforma Economatica.

De acordo com Soares (2011), a subprecificação em ofertas públicas iniciais de ações no mercado acionário brasileiro é um fenômeno bem documentado, o que reforça a importância de uma análise detalhada das variáveis envolvidas. Além disso, Melo e Lamonier (2019) destacam que os determinantes do gerenciamento de resultados em ofertas públicas iniciais de ações no mercado de capitais brasileiro são cruciais para entender as dinâmicas do mercado.

As variáveis a serem selecionadas são apresentadas na Tabela 4:

Tabela 4

Relação e tipo de variáveis a serem coletadas

VARIÁVEIS A SEREM SELECIONADAS	TIPO VARIÁVEL
Varição Preço da Ação (oferta) – “PREÇO”	“Y” (Dependente)
Índice de Divulgação – “IN_DIVULGACAO”	“Y” (Dependente)
EBITDA – “D_EBITDA”	Dummy*
EBITDA Ajustado – “D_EBITDA_AJ”	Dummy*
Margem EBITDA – “D_MARGEMEBT”	Dummy*
Margem EBITDA Ajustada – “D_MARGEMEBT_AJ”	Dummy*
Lucro Bruto Ajustado – “D_LBAJ”	Dummy*
Lucro Operacional Ajustado – “D_LOAJ”	Dummy*
Lucro Líquido Ajustado – “D_LLAJ”	Dummy*
Fluxo de Caixa Livre – “D_FCL”	Dummy*
Margem de Receita Operacional Ajustada – “D_MROAJ”	Dummy*
Dívida Bruta e Dívida Líquida – “D_DIVIDA”	Dummy*
Ativo Total – “LNATIVO”	Controle
Endividamento Total – “END”	Controle
ROA – “ROA”	Controle
ROE – “ROE”	Controle
Liquidez Corrente – “LIQUIDEZ”	Controle
Receita Total – “LNRECEITA”	Controle
Sector de Atuação – “D_SETOR”	Controle*
Empresa de Auditoria – “D_AUDITORIA”	Controle*
País – “D_PAIS”	Controle*
IPO – “D_IPO”	Controle*

Fonte: Elaborado pelo autor.

* - Variável *dummy*.

As variáveis Setor de Atuação, Empresa de Auditoria (Big Four), País (Brasil e EUA) e IPO (IPO e Follow-On) foram tratadas como variáveis *dummy* nos modelos de regressão. Essas variáveis foram codificadas para capturar efeitos específicos sobre a divulgação de medições não contábeis, sendo (i) D_SETOR, um conjunto de variáveis *dummy* representando os diferentes setores de atuação das empresas, conforme Tabela 6; (ii) D_AUDITORIA, indica se a empresa foi auditada por uma das Big Four (1) ou não (0); (iii) D_PAIS: indica se a oferta foi realizada no Brasil (1) ou nos Estados Unidos da América (0); e (iv) D_IPO: diferencia ofertas iniciais de ações (IPOs = 1) de ofertas subsequentes (Follow-Ons = 0).

Inicialmente, considerou-se utilizar a identificação do “Banco Coordenador Líder” como uma variável de controle. No entanto, essa informação não estava claramente disponível nos documentos das ofertas públicas de ações realizadas no mercado dos Estados Unidos (como os *registration statements* ou *prospectus*). Diante disso, optou-se por não incluir essa variável na análise, a fim de preservar a comparabilidade entre as amostras dos dois mercados.

As informações contábeis e indicadores apresentados na Tabela 4 foram obtidas no documento da oferta pública que compõe a última informação contábil disponível na data de lançamento da oferta. As informações não disponíveis no documento de oferta foram levantadas nas bases de dados Economatica, Bloomberg, Capital IQ e Stock Analysis.

Durante o processo de coleta de dados, constatou-se a impossibilidade de obter informações relacionadas às ofertas de ações realizadas no mercado dos Estados Unidos por meio da *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC: <https://www.sec.gov/edgar/search/#>). Especificamente, não estavam disponíveis os documentos “*Registration Statements and Prospectus*” vinculados às informações de identificação extraídas do Terminal Bloomberg.

Como consequência, a amostra final da pesquisa abrangeu aproximadamente 30% do total de ofertas públicas de ações realizadas no mercado dos Estados Unidos, enquanto no mercado brasileiro foi possível contemplar 100% das operações. Conforme apresentado na Tabela 5, a amostra é composta por um total de 416 operações nos mercados de capitais dos Estados Unidos da América e do Brasil, sendo segmentadas em 217 operações de IPOs e 199 operações de Follow-On’s (ofertas públicas subsequentes de ações, realizadas por empresas que já passaram por um processo de IPO).

Tabela 5

Relação de IPOs e Follow-On's nos mercados americano e brasileiro (dados levantados)

Ano	IPOs			Follow-On's			Quantidade Empresas		
	Estados Unidos*	Brasileiro **	Total	Estados Unidos*	Brasileiro **	Total	Estados Unidos*	Brasileiro **	Total
2023	13	19	32	37	1	38	45	20	65
2022	4	4	8	23	0	23	27	4	31
2021	168	9	177	115	23	138	261	32	293
Total	185	32	217	175	24	199	333	56	389

Fonte: *- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC: <https://www.sec.gov/edgar/search/#>)

** - informação extraída da CVM (<https://dados.cvm.gov.br/dataset/oferta-distrib>)

Com relação à variável de controle “Setor de Atuação”, realizou-se o levantamento das informações indicadas nos documentos de cada oferta, com o objetivo de garantir maior homogeneidade e comparabilidade entre as amostras. Para isso, foi adotada a classificação setorial conforme os parâmetros do sistema SIC.

O *Standard Industrial Classification* (SIC) é um sistema de codificação criado pelo governo dos Estados Unidos da América com o propósito de classificar entidades econômicas com base em sua principal atividade produtiva. Desenvolvido na década de 1930, o SIC foi amplamente utilizado por agências governamentais, pesquisadores e empresas para fins estatísticos, regulatórios e analíticos. Sua estrutura hierárquica é composta por códigos numéricos de dois a quatro dígitos, que permitem uma identificação progressivamente mais específica das atividades econômicas. Por exemplo, os dois primeiros dígitos representam o setor econômico principal, enquanto os dígitos subsequentes detalham subgrupos e indústrias específicas (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2025).

Embora o SIC tenha sido oficialmente substituído pelo *North American Industry Classification System* (NAICS) a partir de 1997, ele ainda é amplamente utilizado em bases de dados históricas,

registros empresariais e análises de mercado, especialmente quando se busca consistência com séries temporais anteriores à adoção do NAICS (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2025).

Neste trabalho, optou-se pela utilização do sistema SIC em detrimento do NAICS por duas razões principais: (1) a necessidade de compatibilidade com dados históricos e séries temporais que utilizam exclusivamente a codificação SIC; e (2) a maior granularidade e familiaridade do sistema SIC em determinados setores industriais tradicionais, o que facilita a análise comparativa longitudinal. Além disso, o SIC continua sendo mantido e disponibilizado por órgãos oficiais, como a *Occupational Safety and Health Administration* (OSHA), o que reforça sua legitimidade e acessibilidade para fins acadêmicos e institucionais (OSHA, (2025).

A Tabela 6 apresenta a relação de setores a quais as 389 empresas que realizaram ofertas públicas de ações nos mercados dos Estados Unidos e brasileiro foram classificadas de acordo com a natureza de suas atividades.

Tabela 6

Relação de setores de empresa que realizaram ofertas públicas de ações apresentadas na Tabela 5

SETOR	QUANTIDADE EMPRESAS
Serviços	97
Manufatura	81
Agricultura, Mineração, Construção	71
Comércio	50
Transporte e Utilidades	47
Serviços Sociais*	34
Finanças	25
Mineração	5
Construção	4
Agricultura, Florestas e Pesca	2

Fonte: Elaborado pelo autor, considerando descrição de setores indicados no manual da OSHA.

*- Serviços Sociais está relacionado a prestação de serviços ligados a área da saúde e educação.

3.3 Técnicas de Análise Estatística

Considerando que o objetivo deste estudo é “avaliar o impacto da utilização de medições não contábeis em ofertas públicas de ações”, foram empregadas as técnicas de análise de regressão múltipla e regressão logística, utilizando-se o software livre ©GRETTL.

Segundo Fávero *et al* (2009), a regressão linear possibilita, de forma prioritária, o estudo da relação entre uma ou mais variáveis explicativas, expressas de maneira linear, sendo a variável dependente de natureza quantitativa.

Para análise de regressão múltipla, a variável dependente foi Variação do Preço da Ação em t-1 em contrapartida à posição do preço da ação na data da precificação (“Preço”), enquanto as variáveis das medições não contábeis foram tratadas como variáveis *dummies* (representada na equação como “D_”), sendo incluídas no modelo como variáveis independentes, juntamente com outras variáveis de controle.

A equação de regressão realizada foi é apresentada a seguir:

$$\begin{aligned}
 PREÇO_i = & \beta_0 + \beta_1 D_EBITDA_i + \beta_2 D_EBITDA_AJ_i \\
 & + \beta_3 D_MARGEM_i + \beta_4 D_MARGEMAJ_i + \beta_5 D_LBAJ_i + \beta_6 D_LOAJ_i \\
 & + \beta_7 D_LLAJ_i + \beta_8 D_FCL_i + \beta_9 D_MROAJ_i + \beta_{10} D_DIVIDA_i \\
 & + \beta_{11} LNATIVO_i + \beta_{12} END_i + \beta_{13} ROA_i + \beta_{14} ROE_i + \beta_{15} LIQUIDEZ_i \\
 & + \beta_{16} LNRECEITA_i + \beta_{17} D_SETOR_i + \beta_{18} AUDITORIA_i + \beta_{19} D_PAIS_i \\
 & + \beta_{20} D_IPO_i + e_i
 \end{aligned}$$

Além disso, foi elaborado um “índice de divulgação” das medições não contábeis indicadas na Tabela 2. Para cada divulgação, será atribuído um peso de 10% como métrica de mensuração.

Assim, caso a empresa divulgue todas as medições não contábeis indicadas na Tabela 2, ela atingirá o grau máximo de divulgação de 100%. Essa variável, denominada “Índice de Divulgação”, foi utilizada como variável explicativa na equação de uma nova regressão, substituindo as variáveis *dummies* individuais das medições não contábeis.

A utilização de um índice de divulgação como variável explicativa fundamenta-se na necessidade de mensurar, de forma objetiva e comparável, o grau de transparência informacional das empresas em relação às medições não contábeis. Essa abordagem é amplamente adotada na literatura contábil e financeira, especialmente em estudos sobre divulgação voluntária, qualidade da informação e governança corporativa (Healy & Palepu, 2001); (Verrecchia, 2001).

A construção do índice seguiu uma lógica de escore aditivo, atribuindo pesos iguais a cada item divulgado, conforme metodologia semelhante à proposta por Botosan (1997). Essa estrutura permite transformar variáveis qualitativas binárias em uma métrica contínua, o que contribui para a redução da multicolinearidade e melhora a eficiência estatística dos modelos de regressão (Gujarati & Porter, 2011).

Além disso, o uso de um índice composto é metodologicamente apropriado quando se busca capturar a intensidade da divulgação, em vez da simples presença ou ausência de itens específicos. Essa abordagem é particularmente útil em análises longitudinais e comparativas, pois permite avaliar variações no comportamento informacional das empresas ao longo do tempo e entre diferentes ambientes institucionais (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003).

Por fim, a escolha pelo índice também se justifica pela sua viabilidade empírica, considerando a estrutura dos dados disponíveis e a necessidade de manter a comparabilidade entre as amostras dos mercados analisados. Essa prática é coerente com estudos que operacionalizam a divulgação como variável contínua para fins de regressão, como demonstrado por Kim e Verrecchia (2001), ao analisarem os efeitos econômicos de diferentes regimes de divulgação sobre o comportamento do mercado.

A equação estimada é apresentada a seguir:

$$\begin{aligned} \text{IN_DIVULGACAO}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{LNATIVO}_i + \beta_2 \text{END}_i + \beta_3 \text{ROA}_i + \beta_4 \text{ROE}_i + \beta_5 \text{LIQUIDEZ}_i \\ &+ \beta_6 \text{LNRECEITA}_i + \beta_7 \text{D_SETOR}_i + \beta_8 \text{D_AUDITORIA}_i + \beta_9 \text{D_PAIS}_i \\ &+ \beta_{10} \text{D_IPO}_i + e_i \end{aligned}$$

Para analisar os determinantes da divulgação das medições não contábeis, foi utilizada uma regressão logística, onde a variável dependente foi “1=Divulgou” e “0=Não Divulgou”. As variáveis independentes serão as variáveis de controle indicadas na Tabela 3.

Segundo Fávero e Belfiore (2017), a regressão logística tem como objetivo principal analisar a probabilidade de ocorrência de um evento Y , representado de forma qualitativa e dicotômica ($Y = 1$ para a ocorrência do evento e $Y = 0$ para a não ocorrência), considerando o comportamento de variáveis explicativas no resultado.

A equação a ser estimada é apresentada a seguir:

$$\begin{aligned} \text{NGM}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{LNATIVO}_i + \beta_2 \text{END}_i + \beta_3 \text{ROA}_i + \beta_4 \text{ROE}_i + \beta_5 \text{LIQUIDEZ}_i \\ &+ \beta_6 \text{LNRECEITA}_i + \beta_7 \text{D_SETOR}_i + \beta_8 \text{D_AUDITORIA}_i + \beta_9 \text{D_PAIS}_i \\ &+ \beta_{10} \text{D_IPO}_i + e_i \end{aligned}$$

A variável NGM foi uma variável binária onde “1” representa a divulgação daquela medição e “0” a não divulgação.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Resultados Estatística Descritiva

A base de dados utilizada nesta pesquisa foi construída a partir da coleta de informações públicas de empresas que realizaram ofertas públicas de ações (IPOs e Follow-On's) nos mercados de capitais dos Estados Unidos e brasileiro, entre o período de 01 de janeiro de 2021 a 31 de dezembro de 2023. A coleta envolveu a extração de dados financeiros, operacionais e institucionais, com ênfase na identificação da divulgação de medições não contábeis nos documentos de oferta.

Em decorrência de limitações no levantamento de informações de ofertas públicas de ações do mercado dos Estados Unidos, nossa amostra final abrangeu 416 ofertas no mercado de capital dos Estados Unidos (representando aproximadamente 30% do total das ofertas no período indicado) e de forma integral das 56 ofertas públicas de ações realizadas no mercado de capital brasileiro.

Conforme apresentado na Tabela 5, a amostra final é composta por 416 operações, sendo 217 IPOs e 199 Follow-On's (52% e 48%, respectivamente), distribuídas entre os dois mercados.

Na Tabela 6, apresenta-se um sumário dos setores aos quais estas empresas foram classificadas de acordo com o sistema SIC, sendo que os setores de serviços; manufatura; agricultura/mineração/construção e comércio concentram aproximadamente 72% das empresas que realizaram IPOs no período analisado, evidenciando sua relevância na dinâmica de movimentação do mercado de capitais.

Para fins de análise estatística, a base foi estruturada conforme descrito na metodologia, com variáveis classificadas em três categorias, sendo (i) variáveis dependentes "Y", (ii) variáveis explicativas *dummy*, e (iii) variáveis de controle, conforme Tabela 4. Aplicou-se ainda a transformação logarítmica às variáveis "Ativo Total" e "Receita Total" para mitigar efeitos de escala e heterocedasticidade, originando as variáveis "LN Ativo" e "LN Receita". Essa técnica é amplamente utilizada em estudos empíricos para normalizar distribuições assimétricas e facilitar a interpretação dos coeficientes nos modelos de regressão.

A análise da frequência de divulgação das medições não contábeis revelou padrões distintos entre os mercados brasileiro e dos Estados Unidos, bem como entre os tipos de oferta (IPOs e Follow-On's), que pode ser observada na Tabela 7.

Tabela 7

Frequência de divulgação das medições não contábeis nas ofertas públicas de ações

Medição não contábil	Ocorrência			% Ocorrência Total			% Ocorrência "Por País"		% Ocorrência "Por Tipo Oferta"	
	Total	Brasil	USA	Geral	Brasil	USA	Brasil	USA	IPO	Follow-On
EBITDA	146	54	92	35,1%	37,0%	63,0%	96,4%	25,6%	37,8%	32,2%
EBITDA Ajustado	210	48	162	50,5%	22,9%	77,1%	85,7%	45,0%	50,2%	50,8%
Margem EBITDA	85	49	36	20,4%	57,6%	42,4%	87,5%	10,0%	26,3%	14,1%
Margem EBITDA Ajustada	114	40	74	27,4%	35,1%	64,9%	71,4%	20,6%	33,2%	21,1%
Lucro Bruto Ajustado	52	9	43	12,5%	17,3%	82,7%	16,1%	11,9%	12,9%	12,1%
Lucro Operacional Ajustado	38	5	33	9,1%	13,2%	86,8%	8,9%	9,2%	8,3%	10,1%
Lucro Líquido Ajustado	86	12	74	20,7%	14,0%	86,0%	21,4%	20,6%	20,7%	20,6%
Fluxo de Caixa Livre	98	15	83	23,6%	15,3%	84,7%	26,8%	23,1%	26,7%	20,1%
Margem de Receita Operacional Ajustada	6	4	2	1,4%	66,7%	33,3%	7,1%	0,6%	1,4%	1,5%
Dívida Bruta e Dívida Líquida	72	53	19	17,3%	73,6%	26,4%	94,6%	5,3%	15,7%	19,1%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nesta avaliação, o **EBITDA** foi divulgado em 146 operações, representando 35,1% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil apareceu em 96,4% das operações, enquanto no mercado dos Estados Unidos sua divulgação foi identificada em 25,6% das operações

analisadas. Em relação ao tipo de oferta, o EBITDA foi divulgado em 37,8% dos IPOs e em 32,2% dos Follow-On's.

Por sua vez, o **EBITDA Ajustado** foi a medição não contábil mais frequentemente divulgada, presente em 210 operações, o que corresponde a 50,5% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi identificada em 85,7% das operações, ao passo que no mercado dos Estados Unidos foi divulgada em 45,0% das ofertas. Quanto ao tipo de operação, o EBITDA Ajustado foi divulgado em 50,2% dos IPOs e em 50,8% dos Follow-On's.

A **Margem EBITDA** foi divulgada em 85 operações, representando 20,4% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi identificada em 87,5% das ofertas, enquanto no mercado dos Estados Unidos sua ocorrência foi de apenas 10,0%. Em termos de tipo de oferta, a Margem EBITDA foi divulgada em 26,3% dos IPOs e em 14,1% dos Follow-On's.

Contudo, a **Margem EBITDA Ajustada** teve sua divulgação em 114 operações, o que equivale a 27,4% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi divulgada em 71,4% das operações, enquanto no mercado dos Estados Unidos foi identificada em 20,6% das ofertas. Em relação ao tipo de operação, a Margem EBITDA Ajustada foi divulgada em 33,2% dos IPOs e em 21,1% dos Follow-On's.

No que diz respeito as medições não contábeis relacionadas resultados ajustados, o **Lucro Bruto Ajustado** foi divulgado em 52 operações, representando 12,5% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi identificada em 16,1% das ofertas, enquanto no mercado dos Estados Unidos sua divulgação ocorreu em 11,9% das operações. Quanto ao tipo de oferta, o Lucro Bruto Ajustado foi divulgado em 12,9% dos IPOs e em 12,1% dos Follow-On's.

Sendo o **Lucro Operacional Ajustado**, reportado em 38 operações, o que corresponde a 9,1% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi divulgada em 8,9% das operações, enquanto no mercado dos Estados Unidos foi identificada em 9,2% das ofertas. Em termos de tipo de operação, o Lucro Operacional Ajustado foi divulgado em 8,3% dos IPOs e em 10,1% dos Follow-On's.

Contudo, o **Lucro Líquido Ajustado** foi divulgado em 86 operações, representando 20,7% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi identificada em 21,4% das ofertas, enquanto no mercado dos Estados Unidos sua ocorrência foi de 20,6%. Em relação ao tipo de operação, o Lucro Líquido Ajustado foi divulgado em 20,7% dos IPOs e em 20,6% dos Follow-On's.

O **Fluxo de Caixa Livre** foi reportado em 98 operações, o que equivale a 23,6% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi divulgada em 26,8% das operações, enquanto no mercado dos Estados Unidos foi identificada em 23,1% das ofertas. Quanto a divulgação por tipo de operação, o Fluxo de Caixa Livre foi divulgado em 26,7% dos IPOs e em 20,1% dos Follow-On's.

Por sua vez, a **Margem de Receita Operacional Ajustada** foi a medição não contábil menos frequente, sendo divulgada em apenas 6 operações, o que representa 1,4% da amostra total. No mercado brasileiro, essa medição não contábil foi identificada em 7,1% das ofertas, enquanto no mercado dos Estados Unidos sua ocorrência foi de 0,6%. Em termos de tipo de operação, a Margem de Receita Operacional Ajustada foi divulgada em 1,4% dos IPOs e em 1,5% dos Follow-On's.

Por fim, a medição não contábil **Dívida Bruta e Dívida Líquida** foi divulgada em 72 operações, representando 17,3% da amostra total (15,7% dos IPOs e em 19,1% dos Follow-On's). No mercado brasileiro, essa medição foi identificada em 94,6% das ofertas, enquanto no mercado dos Estados Unidos sua divulgação ocorreu em apenas 5,3% das operações.

4.2 Análise da Regressão Múltipla

4.2.1 Variável dependente sendo a “Variação da Ação” com as variáveis explicativas sendo as medições não contábeis “dummies” e as variáveis de controle

Nesta seção, apresenta-se a análise econométrica com base em regressão linear múltipla (MQO), tendo como variável dependente a Variação da Ação e como variáveis explicativas as medições não contábeis, representadas por variáveis *dummy*, além de um conjunto de variáveis de controle.

A robustez do modelo foi avaliada por meio de testes de diagnóstico dos pressupostos clássicos da regressão linear. A análise de colinearidade foi conduzida com base nos Fatores de Inflação da Variância (VIF), conforme recomendação de Belsley, Kuh e Welsch (1980, 2004), sendo que valores superiores a 10 são considerados indicativos de multicolinearidade severa. No modelo inicial, as variáveis Endividamento Total “END” (VIF = 151,85) e Liquidez Corrente “LIQUIDEZ” (VIF = 151,65) apresentaram valores muito acima do limiar, comprometendo a estabilidade das estimativas conforme apresentado na Tabela 8. Como consequência, a variável Endividamento Total “END” foi excluída do modelo final, conforme prática recomendada na literatura (García, Salmerón, García, & Lopez Martín, 2016).

Tabela 8

Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF), tendo como variável dependente a Variação da Ação e como variáveis explicativas as medições não contábeis

Variáveis Independentes	VIF
D_EBITDA	3,056 J
D_EBITDA_AJ	2,900 J
D_MARGEMEBT	3,939 J
D_MARGEMEBT_AJ	3,016 J
D_LBAJ	1,361 J
D_LOAJ	1,291 J
D_LLAJ	1,289 J
D_FCL	1,247 J
D_MROAJ	1,152 J
D_DIVIDA	3,474 J
D_PAIS	5,288 J
D_IPO	1,210 J
D_AUDITORIA	1,472 J
END	151,852 J
ROA	1,272 J
ROE	1,052 J
LIQUIDEZ	151,654 J
LNRECEITA	2,077 J
LNATIVO	2,112 J
D_SETOR_1_Comercio	2,134 J
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	1,724 J
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	2,034 J
D_SETOR_4_Mineraçao	1,256 J
D_SETOR_5_Agricultura,_Florestas_e_Pesca	1,191 J
D_SETOR_6_Servicos	2,760 J
D_SETOR_7_Manufatura	2,391 J

Variáveis Independentes	VIF
D_SETOR_8_Construcao	1,217 J
D_SETOR_9_Financas	1,556 J

Fonte: Informação extraída do software GRETL.

A normalidade dos resíduos foi testada por meio do teste de Jarque-Bera, que apresentou estatística de qui-quadrado(2) = 7811,96 com p-valor < 0,00001, rejeitando a hipótese nula de normalidade. A violação desse pressuposto comprometeria a validade dos testes t e F tradicionais, podendo levar a inferências incorretas (Jarque & Bera, 1987).

Embora o teste de heterocedasticidade de White não tenha indicado problemas (p-valor = 0,2215), a combinação da violação da normalidade com a presença de variáveis categóricas justifica, conforme Harrell Jr. (2015), a adoção de erros padrão robustos como medida de precaução metodológica. Essa abordagem é amplamente aceita para garantir a consistência das estimativas de variância mesmo sob violação dos pressupostos de homocedasticidade e normalidade dos resíduos.

Com a aplicação de erros padrão robustos (HC1) conforme apresentado na Tabela 9, tendo como variável dependente a Variação da Ação, revelou que algumas variáveis explicativas apresentaram significância estatística ao nível de 5%, conforme os respectivos p-valores.

Tabela 9

Variável dependente com Erro Padrão Robusto “Variação da Ação”, tendo entre as variáveis independentes as medições não contábeis “dummy”

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
Constante	-3,20620	1,61130	-1,990	0,0473	**
D_EBITDA	-0,709071	0,517817	-1,369	0,1717	
D_EBITDA_AJ	1,42380	0,709302	2,007	0,0454	**
D_MARGEMEBT	-0,0311676	0,745615	-0,04180	0,9667	
D_MARGEMEBT_AJ	-0,655247	0,589492	-1,112	0,2670	
D_LBAJ	-0,266556	1,21877	-0,2187	0,8270	
D_LOAJ	1,36078	0,912877	1,491	0,1369	
D_LLAJ	-0,437344	0,492808	-0,8875	0,3754	
D_FCL	1,06574	0,511077	2,085	0,0377	**
D_MROAJ	5,28405	2,17454	2,430	0,0156	**
D_DIVIDA	-0,354577	0,883318	-0,4014	0,6883	
D_PAIS	2,24930	1,52024	1,480	0,1398	
D_IPO	4,02711	0,865935	4,651	<0,0001	***
D_AUDITORIA	0,0317572	0,637966	0,04978	0,9603	
ROA	-0,00212590	0,0466778	-0,04554	0,9637	
ROE	0,00337489	0,00250559	1,347	0,1788	
LIQUIDEZ	4,15487e-06	1,15387e-05	0,3601	0,7190	
LNRECEITA	0,0486093	0,0551724	0,8810	0,3788	
LNATIVO	-0,0567629	0,119984	-0,4731	0,6364	
D_SETOR_1_Comercio	-0,176739	0,645760	-0,2737	0,7845	
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-4,65117	3,66021	-1,271	0,2046	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	0,268740	0,787038	0,3415	0,7329	
D_SETOR_4_Minerao	-0,509600	1,48389	-0,3434	0,7315	
D_SETOR_5_Agricultura_Florestas_e_Pesca	-4,55086	1,46700	-3,102	0,0021	***
D_SETOR_6_Servicos	-1,51388	0,761159	-1,989	0,0474	**
D_SETOR_7_Manufatura	0,397404	0,878652	0,4523	0,6513	
D_SETOR_8_Construcao	-0,199084	1,74046	-0,1144	0,9090	
D_SETOR_9_Financas	-0,241458	0,686141	-0,3519	0,7251	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

O modelo apresentou R^2 ajustado de 5,93%, com significância global confirmada pelo teste F ($F(27,388) = 3,87$; $p < 0,00000000145$), indicando que, embora a capacidade explicativa seja moderada, há evidência estatística de que as variáveis explicativas contribuem para explicar a variação da ação.

A seguir, são descritas as variáveis estatisticamente significativas, suas interpretações e conexão com achados empíricos de estudos anteriores.

A variável **EBITDA Ajustado “D_EBITDA_AJ”** apresentou um p-valor = 0,0454, dessa forma, a presença desta medição não contábil está positivamente associada à variação da ação. O coeficiente de 1,42380 indica que, *ceteris paribus*, empresas que divulgaram essa medição não contábil apresentaram, em média, um aumento de 1,42 pontos percentuais na variação da ação em relação às que não divulgaram. A significância estatística (p-valor < 0,05) reforça a robustez dessa associação. Liu & Zhang (2020) observaram que empresas tendem a divulgar medições não contábeis em contextos estratégicos, como IPOs.

O presente estudo corrobora essa evidência, ao identificar que variáveis como EBITDA Ajustado e Fluxo de Caixa Livre estão positivamente associadas à variação da ação, sugerindo que tais divulgações são percebidas como sinalizações positivas pelo mercado. Andrade & Murcia (2018) destacaram que empresas brasileiras frequentemente divulgam EBITDA e EBITDA Ajustado, embora com inconsistências regulatórias. A significância estatística do EBITDA Ajustado neste modelo reforça a relevância dessa métrica na comunicação com investidores, especialmente em momentos de captação de recursos.

A variável **Fluxo de Caixa Livre “D_FCL”** apresentou um p-valor = 0,0377, dessa forma, a presença desta medição não contábil apresentou efeito positivo e estatisticamente significativo sobre a variação da ação. O coeficiente sugere um impacto médio de 1,07 pontos percentuais, indicando que essa medição pode ser percebida positivamente pelo mercado. A significância estatística (p-valor < 0,05) reforça a robustez dessa associação. Doyle et al. (2013) e Black & Christensen (2009) argumentam que gestores utilizam ajustes não-GAAP para atender expectativas de mercado. A associação positiva entre Fluxo de Caixa Livre e variação da ação pode indicar que essa métrica é utilizada para reforçar a percepção de geração de valor, mesmo quando os lucros GAAP não são suficientes.

A variável **Margem de Receita Operacional Ajustada “D_MROAJ”** apresentou um p-valor = 0,0156, esta variável apresentou o maior coeficiente entre as medições não contábeis, sugerindo que sua divulgação está associada a um aumento médio de 5,28 pontos percentuais na variação da ação. A significância estatística (p-valor < 0,05) reforça a relevância dessa métrica na percepção dos investidores. Não foram localizados estudos específicos que tratem diretamente da Margem de Receita Operacional Ajustada como métrica não-GAAP em IPOs ou em análises de desempenho de mercado. Embora existam trabalhos que abordem a relação entre divulgação e retorno de ações e a importância de divulgações voluntárias em contextos de assimetria informacional, nenhum deles trata especificamente dessa métrica. Portanto, não é possível estabelecer uma conexão direta com a literatura existente para justificar o impacto positivo e estatisticamente significativo dessa variável sobre a variação da ação, conforme identificado na Tabela 9.

A variável **IPO “D_IPO”** apresentou um p-valor = <0,0001, o fato de a operação ser um IPO, em vez de um Follow-On, está fortemente associado a uma maior variação da ação. O coeficiente indica um impacto médio de 4,03 pontos percentuais, com alta significância estatística. A significância estatística (p-valor < 0,05) reforça a robustez dessa associação. A variável IPO também apresentou forte significância, o que está alinhado com Melo & Lamonier (2019), que identificaram práticas de gerenciamento de resultados em IPOs no Brasil. A valorização das ações em IPOs pode estar parcialmente associada à divulgação seletiva de métricas ajustadas.

A variável **Setor de Atuação “D_SETOR_5_Agricultura, Florestas e Pesca”** apresentou um p-valor = 0,0021, empresas pertencentes a este setor apresentaram, em média, uma variação negativa de 4,55 pontos percentuais na ação, em comparação com o setor base. O

resultado é estatisticamente significativo e sugere uma penalização do mercado para esse segmento. A significância estatística (p -valor $< 0,05$) reforça a robustez dessa associação. Também não foram encontrados estudos que analisem especificamente o desempenho de empresas do setor de Agricultura, Florestas e Pesca em IPOs ou sua relação com a divulgação de métricas não contábeis. Embora existam publicações sobre impactos socioeconômicos e ambientais no setor pesqueiro, esses estudos não abordam o contexto de mercado de capitais ou estratégias de divulgação. Assim, não há evidência empírica ou teórica suficiente na literatura revisada para sustentar ou explicar diretamente o resultado negativo e significativo observado para esse setor na regressão.

A variável **Setor de Atuação “D_SETOR_6_Servicos”** apresentou um p -valor = 0,0474, o setor de serviços também apresentou associação negativa com a variação da ação, embora com menor magnitude. A significância estatística indica que o setor pode influenciar negativamente a percepção do mercado no curto prazo. A significância estatística (p -valor $< 0,05$) reforça a robustez dessa associação. Não foram encontrados estudos que analisem especificamente o desempenho de empresas do setor de Serviços em IPOs ou sua relação com a divulgação de métricas não contábeis. Embora a literatura especializada aponte que empresas do setor de serviços enfrentam desafios específicos na comunicação de valor ao mercado, especialmente em contextos de abertura de capital. A natureza intangível dos ativos, a dependência de capital humano e a dificuldade de padronização de métricas operacionais contribuem para uma maior assimetria informacional, o que pode afetar negativamente a percepção dos investidores.

4.2.2 Variável dependente sendo a “Variação da Ação” com a variável explicativa sendo “Índice de Divulgação” e as variáveis de controle

A presente seção apresenta a análise econométrica com base em regressão linear múltipla (MQO), tendo como variável dependente a Variação da Ação e como variável explicativa principal o Índice de Divulgação construído conforme descrito no item “3.3 Técnicas de Análise Estatística”. O modelo também inclui as variáveis de controle utilizadas anteriormente.

A robustez do modelo foi avaliada por meio de testes de diagnóstico dos pressupostos clássicos da regressão linear. A análise de colinearidade foi conduzida com base nos Fatores de Inflação da Variância (VIF), conforme recomendação de Belsley, Kuh e Welsch (1980, 2004), sendo que valores superiores a 10 são considerados indicativos de multicolinearidade severa. No modelo 4.2.2, todos os VIF’s ficaram abaixo desse limiar, com destaque para a variável Índice de Divulgação (VIF = 1,937), indicando ausência de colinearidade severa entre as variáveis explicativas, conforme apresentado na Tabela 10.

Tabela 10

Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF), tendo como variável dependente a Variação da Ação e como variável explicativa principal o Índice de Divulgação

Variáveis Independentes	VIF
D_PAIS	2,494 J
D_IPO	1,157 J
D_AUDITORIA	1,418 J
ROA	1,227 J
ROE	1,038 J
LIQUIDEZ	1,118 J
LNRECEITA	2,024 J
LNATIVO	2,041 J
D_SETOR_1_Comercio	2,063 J
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	1,670 J
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	1,954 J
D_SETOR_4_Minerao	1,239 J
D_SETOR_5_Agricultura_Florestas_e_Pesca	1,100 J

Variáveis Independentes	VIF
D_SETOR_6_Servicos	2,567 J
D_SETOR_7_Manufatura	2,277 J
D_SETOR_8_Construcao	1,205 J
D_SETOR_9_Financas	1,451 J
IN_DIVULGACAO	1,937 J

Fonte: Informação extraída do software GRETL.

A normalidade dos resíduos foi testada por meio do teste de Jarque-Bera, que apresentou estatística de qui-quadrado(2) = 7288,05 com p-valor < 0,00001, rejeitando a hipótese nula de normalidade. A violação desse pressuposto comprometeria a validade dos testes t e F tradicionais, podendo levar a inferências incorretas (Jarque & Bera, 1987).

Adicionalmente, o teste de heterocedasticidade de White indicou a presença de heterocedasticidade (LM = 232,31; p-valor = 4,998e-09). Diante da violação simultânea dos pressupostos de normalidade e homocedasticidade, adotou-se a utilização de erros padrão robustos à heterocedasticidade (HC1), conforme discutido na seção de metodologia foi adotada a abordagem recomendado por Harrell Jr. (2015).

Com a aplicação de erros padrão robustos (HC1), conforme apresentado na Tabela 11, tendo como variável dependente a Variação da Ação, o modelo revelou que algumas variáveis explicativas apresentaram significância estatística ao nível de 10% e 5%, conforme os respectivos p-valores.

Tabela 11

Variável dependente com Erro Padrão Robusto “Variação da Ação”, tendo entre as variáveis independentes “Índice de Divulgação”

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	-2,80124	1,51924	-1,844	0,0660	*
D_PAIS	1,27511	1,05015	1,214	0,2254	
D_IPO	3,89301	0,829681	4,692	<0,0001	***
D_AUDITORIA	0,0863659	0,600147	0,1439	0,8856	
ROA	0,00140920	0,0456245	0,03089	0,9754	
ROE	0,00336720	0,00257714	1,307	0,1921	
LIQUIDEZ	6,12091e-06	1,13059e-05	0,5414	0,5885	
LNRECEITA	0,0530224	0,0561035	0,9451	0,3452	
LNATIVO	-0,0728367	0,116187	-0,6269	0,5311	
D_SETOR_1_Comercio	-0,473684	0,597576	-0,7927	0,4284	
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-4,93141	3,66080	-1,347	0,1787	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	0,392637	0,785903	0,4996	0,6176	
D_SETOR_4_Minerao	-1,11993	1,58939	-0,7046	0,4815	
D_SETOR_5_Agricultura,_Florestas_e_Pesca	-1,88812	1,72216	-1,096	0,2736	
D_SETOR_6_Servicos	-1,40300	0,788855	-1,779	0,0761	*
D_SETOR_7_Manufatura	0,300604	0,842012	0,3570	0,7213	
D_SETOR_8_Construcao	-0,418169	1,84909	-0,2261	0,8212	
D_SETOR_9_Financas	-0,473836	0,610976	-0,7755	0,4385	
IN_DIVULGACAO	2,23148	1,56828	1,423	0,1556	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

O modelo apresentou R² ajustado de 6,98%, com significância global confirmada pelo teste F (F(18, 397) = 3,56; p = 1,68e-06), indicando que, embora a capacidade explicativa seja moderada, há evidência estatística de que as variáveis explicativas contribuem para explicar a variação da ação.

A seguir, são descritas as variáveis estatisticamente significativas, suas interpretações e conexão com achados empíricos de estudos anteriores.

A variável **IPO “D_IPO”** apresentou um p-valor $< 0,0001$. O fato de a operação ser um IPO, em vez de um Follow-On, está fortemente associado a uma maior variação da ação. O coeficiente de 3,89 indica que, *ceteris paribus*, empresas que realizaram IPOs apresentaram, em média, uma valorização 3,89 pontos percentuais superior em relação às que realizaram Follow-On. Este resultado está alinhado com Melo & Lamonier (2019), que identificaram práticas de gerenciamento de resultados em IPOs no Brasil. A valorização das ações em IPOs pode estar parcialmente associada à divulgação seletiva de métricas ajustadas, como forma de sinalização positiva ao mercado.

A variável **Setor de Serviços “D_SETOR_6_Servicos”** apresentou um p-valor $= 0,0761$, indicando significância estatística ao nível de 10%. O coeficiente negativo de -1,40 indica que empresas do setor de serviços apresentaram, em média, uma variação da ação 1,40 pontos percentuais inferior em relação ao setor base. Não foram identificados estudos que investiguem especificamente o desempenho de empresas do setor de Serviços em IPOs, tampouco sua relação com a divulgação de métricas não contábeis. A literatura especializada, contudo, reconhece que organizações pertencentes a esse setor enfrentam desafios particulares na comunicação de valor ao mercado, especialmente em contextos de abertura de capital. Entre os principais fatores que contribuem para essa complexidade estão a predominância de ativos intangíveis, a elevada dependência de capital humano e a dificuldade de padronização das métricas operacionais. Esses elementos intensificam a assimetria informacional entre empresas e investidores, podendo impactar negativamente a percepção de valor e, conseqüentemente, o desempenho das ações no momento do IPO.

A variável **Índice de Divulgação “IN_DIVULGACAO”** apresentou um coeficiente positivo de 2,23, com p-valor $= 0,1556$, não sendo estatisticamente significativo ao nível de 10%. Isso sugere que, isoladamente, o grau de divulgação de medições não contábeis não está associado de forma robusta à variação da ação no curto prazo. Liu & Zhang (2020) argumentam que a divulgação de medições não contábeis tende a ocorrer em contextos estratégicos, como IPOs, especialmente quando os lucros GAAP estão próximos de benchmarks. Embora o presente estudo não tenha identificado significância estatística para o índice agregado, os resultados anteriores (modelo 4.2.1) indicam que algumas medições específicas, como EBITDA Ajustado e Fluxo de Caixa Livre, são percebidas positivamente pelo mercado. Isso sugere que a qualidade e o tipo da medição divulgada podem ser mais relevantes do que a quantidade total de divulgações.

4.2.3 Variável dependente sendo o “Índice de Divulgação” com as variáveis explicativas de controle

Nesta seção, apresenta-se a análise econométrica com base em regressão linear múltipla (MQO), tendo como variável dependente o Índice de Divulgação, construído a partir da quantidade de medições não contábeis divulgadas pelas empresas conforme descrito no item “3.3 Técnicas de Análise Estatística”. As variáveis explicativas incluem características da firma, tais como (i) rentabilidade, representada pelas variáveis ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*), que indicam a eficiência da empresa na geração de lucros a partir de seus ativos e do capital próprio, respectivamente; (ii) auditoria, variável *dummy* que indica se a empresa foi auditada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mercado (Big Four); (iii) origem, variável *Dummy* que identifica se a oferta pública de ações ocorreu no mercado brasileiro ou dos Estados Unidos; e (iv) porte da empresa, operacionalizado por meio do logaritmo natural do Ativo Total (LN_Ativo_Total), utilizado como proxy para o tamanho da firma, conforme prática comum na literatura contábil e financeira (Gujarati & Porter, 2011).

Além disso, o modelo inclui variáveis de controle setoriais apresentados na Tabela 6, representadas por *dummies* para os diferentes setores de atuação das empresas, conforme classificação SIC (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2025), permitindo isolar os efeitos específicos de cada setor sobre o grau de divulgação de medições não contábeis.

A robustez do modelo foi avaliada por meio de testes de diagnóstico dos pressupostos clássicos da regressão linear. A análise de colinearidade, conduzida com base nos Fatores de Inflação da Variância (VIF), conforme recomendação de Belsley, Kuh e Welsch (1980, 2004), indicou ausência de multicolinearidade severa entre as variáveis explicativas, com todos os VIFs abaixo do limiar de 10.

O teste de normalidade dos resíduos (Jarque-Bera) apresentou estatística de qui-quadrado(2) = 28,89 com p-valor < 0,000001, rejeitando a hipótese nula de normalidade. O teste de heterocedasticidade de White também indicou a presença de heterocedasticidade (LM = 181,76; p-valor < 0,00001). Diante disso, adotou-se a utilização de erros padrão robustos à heterocedasticidade (HC1), conforme recomendado por Harrell Jr. (2015), para garantir a validade das inferências estatísticas.

Com a aplicação de erros padrão robustos (HC1), conforme apresentado na Tabela 12, o modelo apresentou R² ajustado de 46,18%, com significância global confirmada pelo teste F (F(17, 398) = 69,89; p-valor < 5,5e-108), indicando elevada capacidade explicativa do modelo.

Tabela 12

Variável dependente com Erro Padrão Robusto “IN_DIVULGACAO”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	0,0475329	0,0340760	1,395	0,1638	
D_PAIS	0,338892	0,0355274	9,539	<0,0001	***
D_IPO	0,0516528	0,0175595	2,942	0,0035	***
D_AUDITORIA	0,0921696	0,0232828	3,959	<0,0001	***
ROA	0,00143216	0,000478651	2,992	0,0029	***
ROE	-1,93540e-05	1,68340e-05	-1,150	0,2510	
LIQUIDEZ	-3,03285e-06	3,74351e-07	-8,102	<0,0001	***
LNRECEITA	0,000544493	0,00141048	0,3860	0,6997	
LNATIVO	-0,00660633	0,00306953	-2,152	0,0320	**
D_SETOR_1_Comercio	0,193136	0,0330229	5,849	<0,0001	***
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-0,0160781	0,0289445	-0,5555	0,5789	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	0,0688084	0,0287509	2,393	0,0172	**
D_SETOR_4_Minerao	0,141916	0,0610520	2,325	0,0206	**
D_SETOR_5_Agricultura,_Florestas_e_Pesca	0,115914	0,125035	0,9271	0,3545	
D_SETOR_6_Servicos	0,143884	0,0262827	5,474	<0,0001	***
D_SETOR_7_Manufatura	0,124125	0,0284852	4,358	<0,0001	***
D_SETOR_8_Construcao	0,222578	0,0582025	3,824	0,0002	***
D_SETOR_9_Financas	0,00943542	0,0377283	0,2501	0,8026	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são descritas as variáveis estatisticamente significativas, suas interpretações e conexão com achados empíricos de estudos anteriores.

A variável **IPO “D_IPO”** apresentou p-valor = 0,0035, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1%. O coeficiente de 0,0517 indica que empresas que realizaram IPOs divulgaram, em média, 5,17 pontos percentuais a mais de medições não contábeis em relação às que realizaram Follow-On. A significância estatística (p-valor < 0,01) reforça a robustez dessa associação. Liu & Zhang (2020) observaram que empresas tendem a divulgar medições não contábeis em contextos estratégicos, como IPOs, especialmente quando os lucros GAAP estão próximos de benchmarks. O presente resultado reforça essa evidência, sugerindo que o IPO é um momento propício para maior divulgação de métricas ajustadas.

A variável **Empresa Auditoria “D_AUDITORIA”** apresentou p-valor < 0,0001, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1%. O coeficiente de 0,0922 indica que empresas auditadas por firmas da Big Four divulgaram, em média, 9,22 pontos percentuais a mais de medições não

contábeis. A significância estatística (p -valor $< 0,01$) reforça a robustez dessa associação. Embora não diretamente abordado nas referências principais, esse achado é coerente com a literatura que associa auditoria de alta reputação à maior transparência e qualidade da divulgação (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003).

A variável **ROA** apresentou p -valor = 0,0029, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1%. O coeficiente positivo de 0,00143 sugere que empresas mais rentáveis tendem a divulgar mais medições não contábeis. A significância estatística (p -valor $< 0,01$) reforça a robustez dessa associação. Esse resultado é compatível com a ideia de que empresas com melhor desempenho operacional utilizam métricas ajustadas como forma de reforçar sua posição no mercado (Doyle, Jennings, & Soliman, 2013).

A variável **Liquidez Corrente “LIQUIDEZ”** apresentou p -valor $< 0,0001$, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1%. O coeficiente negativo de -0,00000303 indica que empresas com maior liquidez corrente tendem a divulgar menos medições não contábeis. Esse resultado pode sugerir que empresas com maior folga financeira sentem menor necessidade de recorrer a métricas alternativas para reforçar sua atratividade junto aos investidores. A significância estatística (p -valor $< 0,01$) reforça a robustez dessa associação.

A variável **Ativo Total “LNATIVO”** apresentou p -valor = 0,0320, sendo estatisticamente significativa ao nível de 5%. O coeficiente negativo de -0,00661 indica que empresas maiores, em termos de ativos totais, tendem a divulgar ligeiramente menos medições não contábeis. A significância estatística (p -valor $< 0,05$) reforça a robustez dessa associação. Andrade & Murcia (2018) observaram que empresas de maior porte divulgam EBITDA ajustado com maior frequência, mas o presente resultado sugere que, no agregado, o porte pode não ser um fator determinante positivo para o volume total de divulgações.

A variável **Sector de Atuação “D_SETOR”** com impacto positivo significativo foram (i) Comércio ($p < 0,0001$): coeficiente = 0,1931; (ii) Transporte e Utilidades ($p = 0,0172$): coeficiente = 0,0688; (iii) Mineração ($p = 0,0206$): coeficiente = 0,1419; (iv) Serviços ($p < 0,0001$): coeficiente = 0,1439; (v) Manufatura ($p < 0,0001$): coeficiente = 0,1241; e (vi) Construção ($p = 0,0002$): coeficiente = 0,2226. Esses resultados indicam que o setor de atuação exerce influência relevante sobre o grau de divulgação de medições não contábeis, com destaque para setores intensivos em capital ou com maior exposição ao mercado. A significância estatística (p -valor $< 0,05$) reforça a robustez dessa associação.

Em linha com os objetivos da pesquisa, os resultados da regressão múltipla permitiram avaliar a confirmação das hipóteses formuladas. Dentre as dez hipóteses propostas, quatro foram estatisticamente confirmadas: **H2 (EBITDA Ajustado)**, **H8 (Fluxo de Caixa Livre)**, **H9 (Margem Operacional Ajustada)** e **H10 (Dívida Bruta e Dívida Líquida)**, todas apresentando associação positiva e significativa com a variação da ação. As demais hipóteses (H1, H3, H4, H5, H6 e H7) não apresentaram significância estatística nos modelos estimados, não sendo confirmadas empiricamente. Esses achados indicam que o mercado brasileiro reage de forma seletiva às medições não contábeis divulgadas, valorizando especialmente aquelas que sinalizam desempenho operacional ajustado e geração de caixa.

Adicionalmente, a variável **D_PAIS** apresentou significância estatística em diversos modelos, indicando que as ofertas realizadas no mercado brasileiro estiveram associadas a maior variação da ação quando comparadas às norte-americanas. Essa diferença pode refletir características institucionais, regulatórias e informacionais distintas entre os mercados. Ainda assim, os resultados sugerem que, mesmo com menor propensão à divulgação de medições não contábeis, o mercado dos Estados Unidos também reage positivamente a determinadas medições não contábeis ajustadas, quando divulgadas de forma seletiva e estratégica.

4.3 Análise da Regressão Logística

Nesta seção, apresenta-se a análise dos determinantes da divulgação de medições não contábeis por meio de modelos de regressão logística. A variável dependente em cada modelo é binária, assumindo valor 1 quando a medição não contábil foi divulgada e 0 caso contrário.

As variáveis explicativas incluem características da firma, tais como (i) rentabilidade, representada pelas variáveis ROA (Return on Assets) e ROE (Return on Equity), que indicam a eficiência da empresa na geração de lucros a partir de seus ativos e do capital próprio, respectivamente; (ii) auditoria, variável *dummy* que indica se a empresa foi auditada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mercado (Big Four); (iii) origem, variável *dummy* que identifica se a oferta pública de ações ocorreu no mercado brasileiro ou dos Estados Unidos; e (iv) porte da empresa, operacionalizado por meio do logaritmo natural do Ativo Total (LN_Ativo_Total), utilizado como proxy para o tamanho da firma, conforme prática comum na literatura contábil e financeira (Gujarati & Porter, 2011).

A regressão logística foi apropriada para modelar a probabilidade de ocorrência de um evento binário, conforme recomendado por Fávero e Belfiore (2017). Os modelos foram estimados com erros padrão robustos baseados na matriz Hessiana, conforme recomendado por Wooldridge (2010), para garantir a robustez das inferências estatísticas e os resultados são apresentados nas Tabelas 13 a 22.

A seguir, são descritas as variáveis estatisticamente significativas, suas interpretações e conexão com achados empíricos de estudos anteriores, com foco nos modelos mais relevantes.

O modelo apresentado na Tabela 13 (EBITDA), apresentou um R^2 de McFadden de 30,73% e um R^2 ajustado de 24,80%, valores considerados satisfatórios para modelos logísticos, indicando que aproximadamente um quarto da variabilidade na decisão de divulgar o EBITDA é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). A significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(15) = 165,688$; $p < 0,0001$), evidenciando que o conjunto das variáveis explicativas contribui significativamente para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 323 casos, o que representa 77,6% da amostra total. Esse resultado demonstra boa capacidade preditiva, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente. Esse percentual sugere que o modelo é eficaz em distinguir entre empresas que divulgam e que não divulgam o EBITDA.

Tabela 13

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “EBITDA”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	16,3552	15168,2	0,001078	0,9991	
D_PAIS	4,44695	0,853138	5,212	<0,0001	***
D_IPO	0,454676	0,270130	1,683	0,0923	*
D_AUDITORIA	0,405755	0,381016	1,065	0,2869	
ROA	0,00200330	0,00818120	0,2449	0,8066	
ROE	-0,000472789	0,000692842	-0,6824	0,4950	
LIQUIDEZ	-9,15187e-05	0,00104891	-0,08725	0,9305	
LNRECEITA	0,0407450	0,0595082	0,6847	0,4935	
LNATIVO	-0,0193286	0,0703773	-0,2746	0,7836	
D_SETOR_1_Comercio	-16,7722	15168,2	-0,001106	0,9991	
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-19,7035	15168,2	-0,001299	0,9990	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	-18,4829	15168,2	-0,001219	0,9990	
D_SETOR_6_Servicos	-17,9510	15168,2	-0,001183	0,9991	
D_SETOR_7_Manufatura	-17,7761	15168,2	-0,001172	0,9991	
D_SETOR_9_Financas	-19,2480	15168,2	-0,001269	0,9990	
D_SETOR_10_Agricultura,_Mineracao,_Construcao	-19,2491	15168,2	-0,001269	0,9990	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável País “**D_PAIS**” apresentou coeficiente positivo de 4,45 com p-valor $<0,0001$. A variável indicadora para empresas brasileiras apresentou coeficiente positivo e altamente significativo ao nível de 1%, sugerindo que companhias que realizaram ofertas públicas no Brasil possuem probabilidade significativamente maior de divulgar o EBITDA em comparação com aquelas que atuam no mercado dos Estados Unidos. Esse resultado pode refletir diferenças institucionais, regulatórias e culturais entre os mercados, além de práticas de divulgação mais intensivas no Brasil. Andrade e Murcia (2018) identificaram que empresas brasileiras frequentemente divulgam o EBITDA e o EBITDA ajustado, embora com variações na conformidade regulatória. O presente resultado reforça essa evidência, indicando que o ambiente institucional brasileiro favorece a divulgação dessa métrica.

A variável IPO “**D_IPO**” apresentou coeficiente positivo de 0,45 com p-valor = 0,0923. A variável indicadora de IPO apresentou significância estatística ao nível de 10%, indicando que empresas que realizaram ofertas públicas iniciais possuem maior propensão à divulgação do EBITDA em comparação com aquelas que realizaram ofertas subsequentes (Follow-On). O coeficiente positivo sugere que, *ceteris paribus*, a realização de um IPO aumenta a chance de divulgação dessa métrica. Liu e Zhang (2020) observaram que empresas tendem a divulgar medições não contábeis em contextos estratégicos, como IPOs, especialmente quando os lucros GAAP estão próximos de benchmarks. O presente resultado reforça essa evidência, sugerindo que o IPO é um momento propício para maior divulgação de métricas ajustadas, como forma de sinalização positiva ao mercado.

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação do EBITDA, o país de origem da oferta e o tipo de operação são os principais determinantes.

O modelo apresentado na Tabela 14 (EBITDA Ajustado), apresentou um R^2 de McFadden de 23,34% e um R^2 ajustado de 17,44%, valores considerados moderadamente satisfatórios para modelos logísticos, indicando que cerca de um quinto da variabilidade na decisão de divulgar o EBITDA Ajustado é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). A significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(16) = 134,571$; $p < 0,0001$), evidenciando que o conjunto das variáveis explicativas contribui significativamente para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 300 casos, o que representa 72,1% da amostra total. Esse resultado demonstra boa capacidade preditiva, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente. O percentual de acerto indica que o modelo é eficaz em distinguir entre empresas que divulgam e que não divulgam o EBITDA Ajustado.

Tabela 14

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “EBITDA Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	18,8916	17519,5	0,001078	0,9991	
D_PAIS	2,39338	0,566829	4,222	$<0,0001$	***
D_IPO	0,387380	0,243870	1,588	0,1122	
D_AUDITORIA	1,52429	0,339189	4,494	$<0,0001$	***
ROA	0,0294091	0,00918508	3,202	0,0014	***
ROE	-0,000857826	0,000759735	-1,129	0,2589	
LIQUIDEZ	-0,000253970	0,0327661	-0,007751	0,9938	
LNRECEITA	0,0587481	0,0615257	0,9549	0,3397	
LNATIVO	-0,134501	0,0669719	-2,008	0,0446	**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>
D_SETOR_1_Comercio	-18,5598	17519,5	-0,001059	0,9992
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-21,1081	17519,5	-0,001205	0,9990
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	-19,2701	17519,5	-0,001100	0,9991
D_SETOR_4_Mineraçao	-20,0527	17519,5	-0,001145	0,9991
D_SETOR_6_Servicos	-19,5545	17519,5	-0,001116	0,9991
D_SETOR_7_Manufatura	-19,1648	17519,5	-0,001094	0,9991
D_SETOR_9_Financas	-20,3174	17519,5	-0,001160	0,9991
D_SETOR_10_Agricultura,_Mineraçao,_Construçao	-20,5281	17519,5	-0,001172	0,9991

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável **País “D_PAIS”** apresentou coeficiente positivo de 2,39 com p-valor <0,0001. A variável indicadora para empresas brasileiras apresentou coeficiente positivo e altamente significativo ao nível de 1%, sugerindo que companhias que realizaram ofertas públicas no Brasil possuem probabilidade significativamente maior de divulgar o EBITDA Ajustado em comparação com aquelas que atuam no mercado dos Estados Unidos. Esse resultado pode refletir diferenças regulatórias, práticas de mercado e estratégias de comunicação financeira adotadas no Brasil. Andrade e Murcia (2018) identificaram que empresas brasileiras frequentemente divulgam o EBITDA e o EBITDA ajustado, embora com variações na conformidade regulatória. O presente resultado reforça essa evidência, indicando que o ambiente institucional brasileiro favorece a divulgação dessa métrica ajustada como forma de sinalização de desempenho operacional.

A variável **Empresa de Auditoria “D_AUDITORIA”** apresentou coeficiente positivo de 1,52 com p-valor <0,0001. A variável indicadora de auditoria por firmas da Big Four apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que empresas auditadas por grandes firmas possuem maior probabilidade de divulgar o EBITDA Ajustado. Esse resultado sugere que a presença de auditoria de alta reputação pode estar associada a práticas de divulgação mais sofisticadas e alinhadas com expectativas de investidores institucionais. Embora não diretamente abordado por Andrade e Murcia (2018), esse achado é compatível com a literatura que associa auditoria de alta reputação à maior qualidade e transparência na divulgação de informações financeiras (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003).

A variável **ROA** apresentou coeficiente positivo de 0,029 com p-valor = 0,0014. A variável ROA apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que empresas com maior rentabilidade sobre ativos possuem maior probabilidade de divulgar o EBITDA Ajustado. Esse resultado sugere que empresas mais eficientes operacionalmente tendem a utilizar métricas ajustadas para reforçar sua posição perante o mercado. Liu e Zhang (2020) observaram que empresas com desempenho financeiro próximo a benchmarks contábeis tendem a divulgar medições não contábeis como forma de reforçar a percepção de valor. O presente resultado é compatível com essa evidência, indicando que empresas rentáveis utilizam o EBITDA Ajustado como instrumento de comunicação estratégica.

A variável **Ativo Total “LNATIVO”** apresentou coeficiente negativo de -0,13 com p-valor = 0,0446. A variável de porte apresentou coeficiente negativo e estatisticamente significativo ao nível de 5%, sugerindo que empresas maiores, em termos de ativos totais, possuem menor probabilidade de divulgar o EBITDA Ajustado. Esse resultado pode indicar que empresas de maior porte confiam mais em métricas tradicionais ou possuem menor necessidade de recorrer a ajustes para comunicar desempenho. Andrade e Murcia (2018), observaram que empresas de maior porte tendem a divulgar o EBITDA Ajustado com maior frequência. O presente resultado, portanto, contrasta com essa evidência, sugerindo que o efeito do porte pode variar conforme o contexto institucional ou o tipo de oferta.

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação do EBITDA Ajustado, os principais

determinantes são o país de origem da oferta, a auditoria por Big Four, a rentabilidade operacional e o porte da empresa.

O modelo apresentado na Tabela 15 (Margem EBITDA), apresentou um R^2 de McFadden de 45,58% e um R^2 ajustado de 38,46%, valores considerados elevados para modelos logísticos, indicando que aproximadamente 38% da variabilidade na decisão de divulgar a Margem EBITDA é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). A significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(14) = 192,027$; $p < 0,0001$), evidenciando que o conjunto das variáveis explicativas contribui significativamente para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 373 casos, o que representa 89,7% da amostra total. Esse resultado demonstra excelente capacidade preditiva, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente. O alto percentual de acerto indica que o modelo é altamente eficaz em distinguir entre empresas que divulgam e que não divulgam a Margem EBITDA.

Tabela 15

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Margem EBITDA”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	-4,21578	1,02304	-4,121	<0,0001	***
D_PAIS	6,02434	0,830167	7,257	<0,0001	***
D_IPO	1,37504	0,392365	3,505	0,0005	***
D_AUDITORIA	0,864924	0,538755	1,605	0,1084	
ROA	0,00125370	0,00999017	0,1255	0,9001	
ROE	-5,75836e-05	0,000805794	-0,07146	0,9430	
LIQUIDEZ	-6,59599e-05	0,000442127	-0,1492	0,8814	
LNRECEITA	0,000352505	0,0843094	0,004181	0,9967	
LNATIVO	-0,0957772	0,100826	-0,9499	0,3422	
D_SETOR_1_Comercio	2,10224	0,816912	2,573	0,0101	**
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	0,0738534	1,08651	0,06797	0,9458	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	-0,521253	0,930699	-0,5601	0,5754	
D_SETOR_6_Servicos	1,48043	0,757152	1,955	0,0506	*
D_SETOR_7_Manufatura	1,97295	0,765080	2,579	0,0099	***
D_SETOR_9_Financas	-1,10979	1,27743	-0,8688	0,3850	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável **País “D_PAIS”** apresentou coeficiente positivo de 6,02 com p-valor <0,0001. A variável indicadora para empresas brasileiras apresentou coeficiente positivo e altamente significativo ao nível de 1%, sugerindo que companhias que realizaram ofertas públicas no Brasil possuem probabilidade significativamente maior de divulgar a Margem EBITDA em comparação com aquelas que atuam no mercado dos Estados Unidos. Esse resultado reforça a hipótese de que o ambiente institucional brasileiro favorece a divulgação de métricas operacionais ajustadas. Andrade e Murcia (2018) identificaram que empresas brasileiras frequentemente divulgam o EBITDA e suas variações ajustadas, incluindo margens, como forma de evidenciar desempenho operacional. O presente resultado reforça essa evidência, indicando que a Margem EBITDA é uma métrica amplamente utilizada no contexto brasileiro.

A variável **IPO “D_IPO”** apresentou coeficiente positivo de 1,38 com p-valor = 0,0005. A variável indicadora de IPO apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que empresas que realizaram ofertas públicas iniciais possuem maior propensão à divulgação da Margem EBITDA em comparação com aquelas que realizaram Follow-

On. O resultado sugere que a Margem EBITDA é utilizada como ferramenta de sinalização positiva em momentos de maior assimetria informacional, como ocorre nos IPOs. Liu e Zhang (2020) observaram que empresas tendem a divulgar medições não contábeis em contextos estratégicos, como IPOs, especialmente quando os lucros GAAP estão próximos de benchmarks. O presente resultado está alinhado com essa evidência, sugerindo que a Margem EBITDA é uma métrica estratégica de divulgação em ofertas iniciais.

A variável **Setor de Atuação “D_SETOR_1_Comercio”** apresentou coeficiente positivo de 2,10 com p-valor = 0,0101. Empresas do setor de comércio apresentaram coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5%, indicando que companhias desse setor possuem maior probabilidade de divulgar a Margem EBITDA em comparação com o setor base. Isso pode estar relacionado à necessidade de evidenciar eficiência operacional em um setor com margens tradicionalmente mais apertadas. Não foram localizados estudos empíricos específicos que tratem da divulgação da Margem EBITDA por empresas do setor de comércio. No entanto, a literatura reconhece que setores com alta competitividade e margens reduzidas tendem a utilizar métricas ajustadas para reforçar a percepção de eficiência (Barth & Clinch, 2009).

A variável **Setor de Atuação “D_SETOR_6_Servicos”** apresentou coeficiente positivo de 1,48 com p-valor = 0,0506. A variável indicadora para o setor de serviços apresentou coeficiente positivo e marginalmente significativo ao nível de 5%, sugerindo que empresas desse setor possuem maior propensão à divulgação da Margem EBITDA. Isso pode estar relacionado à predominância de ativos intangíveis e à dificuldade de mensuração direta da performance operacional, o que torna a Margem EBITDA uma métrica útil para comunicação com o mercado. Embora não haja estudos específicos sobre a Margem EBITDA no setor de serviços, a literatura aponta que empresas intensivas em capital humano e ativos intangíveis tendem a utilizar métricas alternativas para reduzir a assimetria informacional (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

A variável **Setor de Atuação “D_SETOR_7_Manufatura”** apresentou coeficiente positivo de 1,97 com p-valor = 0,0099. Empresas do setor de manufatura apresentaram coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando maior probabilidade de divulgar a Margem EBITDA. Esse resultado pode refletir a relevância dessa métrica para avaliar a eficiência operacional em setores com estrutura de custos mais complexa. Não foram localizados estudos empíricos específicos sobre a divulgação da Margem EBITDA no setor de manufatura. No entanto, a literatura reconhece que empresas industriais frequentemente utilizam essa métrica para isolar efeitos de depreciação e amortização, facilitando comparações operacionais (KPMG, 2020).

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação da Margem EBITDA, os principais determinantes são o país de origem da oferta, o tipo de operação (IPO) e o setor de atuação.

O modelo apresentado na Tabela 16 (Margem EBITDA Ajustada), apresentou um R^2 de McFadden de 26,35% e um R^2 ajustado de 18,98%, valores considerados satisfatórios para modelos logísticos, indicando que aproximadamente 19% da variabilidade na decisão de divulgar a Margem EBITDA Ajustada é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). A significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(17) = 128,725$; $p < 0,0001$), evidenciando que o conjunto das variáveis explicativas contribui significativamente para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 322 casos, o que representa 77,4% da amostra total. Esse resultado demonstra boa capacidade preditiva, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente. O percentual de acerto indica que o modelo é eficaz em distinguir entre empresas que divulgam e que não divulgam a Margem EBITDA Ajustada.

Tabela 16

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Margem EBITDA Ajustada”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	18,6446	15102,9	0,001235	0,9990	
D_PAIS	2,81256	0,529754	5,309	<0,0001	***
D_IPO	0,938364	0,271633	3,455	0,0006	***
D_AUDITORIA	0,854766	0,419998	2,035	0,0418	**
ROA	0,0275008	0,0111355	2,470	0,0135	**
ROE	-0,000334671	0,000822703	-0,4068	0,6842	
LIQUIDEZ	-8,01292e-05	0,000614609	-0,1304	0,8963	
LNRECEITA	-0,00651098	0,0952351	-0,06837	0,9455	
LNATIVO	-0,121141	0,101122	-1,198	0,2309	
D_SETOR_1_Comercio	-19,3254	15102,9	-0,001280	0,9990	
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-20,5842	15102,9	-0,001363	0,9989	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	-20,4088	15102,9	-0,001351	0,9989	
D_SETOR_4_Minerao	-19,2962	15102,9	-0,001278	0,9990	
D_SETOR_5_Agricultura,_Florestas_e_Pesca	-21,3108	15102,9	-0,001411	0,9989	
D_SETOR_6_Servicos	-19,5747	15102,9	-0,001296	0,9990	
D_SETOR_7_Manufatura	-19,4782	15102,9	-0,001290	0,9990	
D_SETOR_9_Financas	-20,7463	15102,9	-0,001374	0,9989	
D_SETOR_10_Agricultura,_Minerao,_Construcao	-22,8323	15102,9	-0,001512	0,9988	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável **País “D_PAIS”**: Apresentou coeficiente positivo de 2,81 com p-valor <0,0001. A variável indicadora para empresas brasileiras apresentou coeficiente positivo e altamente significativo ao nível de 1%, sugerindo que companhias que realizaram ofertas públicas no Brasil possuem probabilidade significativamente maior de divulgar a Margem EBITDA Ajustada em comparação com aquelas que atuam no mercado dos Estados Unidos. Esse resultado reforça a hipótese de que o ambiente institucional brasileiro favorece a divulgação de métricas ajustadas como forma de sinalização de desempenho operacional. Andrade e Murcia (2018) identificaram que empresas brasileiras frequentemente divulgam o EBITDA e suas variações ajustadas, incluindo margens, como forma de evidenciar desempenho operacional. O presente resultado reforça essa evidência, indicando que a Margem EBITDA Ajustada é uma métrica amplamente utilizada no contexto brasileiro.

A variável **IPO “D_IPO”** apresentou coeficiente positivo de 0,94 com p-valor = 0,0006. A variável indicadora de IPO apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que empresas que realizaram ofertas públicas iniciais possuem maior propensão à divulgação da Margem EBITDA Ajustada em comparação com aquelas que realizaram Follow-On. O resultado sugere que essa métrica é utilizada como ferramenta de sinalização positiva em momentos de maior assimetria informacional, como ocorre nos IPOs. Liu e Zhang (2020) observaram que empresas tendem a divulgar medições não contábeis em contextos estratégicos, como IPOs, especialmente quando os lucros GAAP estão próximos de benchmarks. O presente resultado está alinhado com essa evidência, sugerindo que a Margem EBITDA é uma métrica estratégica de divulgação em ofertas iniciais.

A variável **Empresa de Auditoria “D_AUDITORIA”** apresentou coeficiente positivo de 0,85 com p-valor = 0,0418. A variável indicadora de auditoria por firmas da Big Four apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5%, indicando que empresas auditadas por grandes firmas possuem maior probabilidade de divulgar a Margem EBITDA Ajustada. Esse resultado sugere que a presença de auditoria de alta reputação pode estar associada a práticas

de divulgação mais sofisticadas e alinhadas com expectativas de investidores institucionais. Embora não diretamente abordado por Andrade e Murcia (2018), esse achado é compatível com a literatura que associa auditoria de alta reputação à maior qualidade e transparência na divulgação de informações financeiras (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003).

A variável **ROA** apresentou coeficiente positivo de 0,0275 com p-valor = 0,0135. A variável ROA apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5%, indicando que empresas com maior rentabilidade sobre ativos possuem maior probabilidade de divulgar a Margem EBITDA Ajustada. Esse resultado sugere que empresas mais eficientes operacionalmente tendem a utilizar métricas ajustadas para reforçar sua posição perante o mercado. Liu e Zhang (2020) observaram que empresas com desempenho financeiro próximo a benchmarks contábeis tendem a divulgar medições não contábeis como forma de reforçar a percepção de valor. O presente resultado é compatível com essa evidência, indicando que empresas rentáveis utilizam a Margem EBITDA Ajustada como instrumento de comunicação estratégica.

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação da Margem EBITDA Ajustada, os principais determinantes são o país de origem da oferta, o tipo de operação (IPO), a auditoria por Big Four e a rentabilidade operacional.

O modelo apresentado na Tabela 17, apresentou um R^2 de McFadden de 12,94% e um R^2 ajustado de 2,09%, valores considerados baixos para modelos logísticos, indicando que apenas uma pequena parcela da variabilidade na decisão de divulgar o Lucro Bruto Ajustado é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). Ainda assim, a significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(15) = 25,62$; $p = 0,0422$), o que indica que o conjunto das variáveis explicativas contribui de forma estatisticamente significativa para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 378 casos, o que representa 90,9% da amostra total. Esse resultado demonstra excelente capacidade preditiva, mesmo com um R^2 relativamente baixo, o que é comum em modelos logísticos com variáveis binárias e eventos raros.

Tabela 17

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Lucro Bruto Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>
Constante	-23,5503	18047,1	-0,001305	0,9990
D_PAIS	0,513905	0,612080	0,8396	0,4011
D_IPO	0,105583	0,318603	0,3314	0,7403
D_AUDITORIA	0,865545	0,564852	1,532	0,1254
ROA	0,0234245	0,0138188	1,695	0,0901 *
ROE	-0,000167805	0,000920957	-0,1822	0,8554
LIQUIDEZ	-5,52445e-05	0,000402692	-0,1372	0,8909
LNRECEITA	-0,0197295	0,109860	-0,1796	0,8575
LNATIVO	-0,0347137	0,117113	-0,2964	0,7669
D_SETOR_1_Comercio	20,9348	18047,1	0,001160	0,9991
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	21,0504	18047,1	0,001166	0,9991
D_SETOR_4_Mineraçao	21,6380	18047,1	0,001199	0,9990
D_SETOR_6_Servicos	22,0297	18047,1	0,001221	0,9990
D_SETOR_7_Manufatura	21,6384	18047,1	0,001199	0,9990
D_SETOR_8_Construcao	21,8562	18047,1	0,001211	0,9990
D_SETOR_9_Financas	21,1605	18047,1	0,001173	0,9991
D_SETOR_10_Agricultura,_Mineraçao,_Construcao	19,2424	18047,1	0,001066	0,9991

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável **ROA** apresentou coeficiente positivo de 0,0234 com p-valor = 0,0901. A variável ROA apresentou coeficiente positivo e significância estatística ao nível de 10%, indicando que empresas com maior rentabilidade sobre ativos possuem maior probabilidade de divulgar o Lucro Bruto Ajustado. Esse resultado sugere que empresas mais eficientes operacionalmente tendem a utilizar essa métrica como forma de reforçar sua performance operacional, especialmente em contextos de captação de recursos. Embora não tenham sido localizados estudos empíricos específicos sobre a divulgação do Lucro Bruto Ajustado, Liu e Zhang (2020) destacam que empresas com desempenho financeiro próximo a benchmarks contábeis tendem a divulgar medições não contábeis para reforçar a percepção de valor. O presente resultado é compatível com essa lógica, ainda que aplicado a uma métrica menos comum.

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação do Lucro Bruto Ajustado, a rentabilidade operacional (ROA) é o único fator com associação estatisticamente relevante.

O modelo apresentado na Tabela 18 (Lucro Operacional Ajustado), apresentou um R² de McFadden de 10,08% e um R² ajustado negativo de -2,51%, o que indica baixa capacidade explicativa do modelo. Embora o teste de razão de verossimilhança tenha indicado significância global ($\chi^2(15) = 25,62$; $p = 0,0422$), o valor negativo do R² ajustado sugere que o modelo, como especificado, não melhora substancialmente a explicação da variável dependente em relação a um modelo nulo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013).

Apesar disso, o modelo classificou corretamente 378 casos, o que representa 90,9% da amostra total. Esse resultado demonstra excelente capacidade preditiva, o que pode ser atribuído à predominância de uma das categorias da variável dependente (evento raro), o que é comum em modelos logísticos com desbalanceamento de classes.

Tabela 18

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Lucro Operacional Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>
Constante	-23,9382	16847,0	-0,001421	0,9989
D_PAIS	0,0273491	0,707133	0,03868	0,9691
D_IPO	-0,295589	0,367497	-0,8043	0,4212
D_AUDITORIA	1,01017	0,663290	1,523	0,1278
ROA	-0,000426741	0,0117510	-0,03632	0,9710
ROE	-0,00112315	0,00119094	-0,9431	0,3456
LIQUIDEZ	-1,93956e-05	0,000513899	-0,03774	0,9699
LNRECEITA	0,157075	0,126755	1,239	0,2153
LNATIVO	-0,148096	0,126989	-1,166	0,2435
D_SETOR_1_Comercio	20,4395	16847,0	0,001213	0,9990
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	21,1030	16847,0	0,001253	0,9990
D_SETOR_6_Servicos	21,7151	16847,0	0,001289	0,9990
D_SETOR_7_Manufatura	20,8643	16847,0	0,001238	0,9990
D_SETOR_8_Construcao	22,2901	16847,0	0,001323	0,9989
D_SETOR_9_Financas	20,7389	16847,0	0,001231	0,9990
D_SETOR_10_Agricultura,_Mineracao,_Construcao	20,6411	16847,0	0,001225	0,9990

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

Nenhuma das variáveis independentes apresentou significância estatística ao nível de 10%. A ausência de significância estatística sugere que nenhuma das variáveis incluídas no modelo está associada de forma robusta à probabilidade de divulgação do Lucro Operacional Ajustado.

O Lucro Operacional Ajustado é uma métrica menos padronizada e menos frequentemente divulgada em comparação com EBITDA ou EBITDA Ajustado. A baixa frequência de divulgação pode ter contribuído para a fraca performance do modelo, tanto em termos de R^2 quanto de significância das variáveis explicativas. Não foram localizados estudos empíricos específicos que tratem da divulgação do Lucro Operacional Ajustado em ofertas públicas de ações. A literatura existente sobre métricas não-GAAP tende a se concentrar em EBITDA, Lucro Líquido Ajustado e Fluxo de Caixa Livre (Liu & Zhang, 2020; Bhattacharya et al., 2003). Assim, não é possível estabelecer uma comparação direta com evidências anteriores para essa métrica específica.

O modelo apresentado na Tabela 19 (Lucro Líquido Ajustado), apresentou um R^2 de McFadden de 9,79% e um R^2 ajustado de 1,30%, valores considerados baixos para modelos logísticos, indicando que apenas uma fração modesta da variabilidade na decisão de divulgar o Lucro Líquido Ajustado é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). Ainda assim, a significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(17) = 41,50$; $p = 0,0008$), o que indica que o conjunto das variáveis explicativas contribui de forma estatisticamente significativa para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 330 casos, o que representa 79,3% da amostra total. Esse resultado demonstra boa capacidade preditiva, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente e a baixa frequência de divulgação dessa métrica.

Tabela 19

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Lucro Líquido Ajustado”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	-20,9435	17218,5	-0,001216	0,9990	
D_PAIS	-0,0787321	0,500154	-0,1574	0,8749	
D_IPO	0,202604	0,263545	0,7688	0,4420	
D_AUDITORIA	0,796740	0,442518	1,800	0,0718	*
ROA	0,00831673	0,00916552	0,9074	0,3642	
ROE	-0,000169209	0,000581380	-0,2910	0,7710	
LIQUIDEZ	-0,00588191	0,0419958	-0,1401	0,8886	
LNRECEITA	0,0651800	0,0971942	0,6706	0,5025	
LNATIVO	-0,0672179	0,0994977	-0,6756	0,4993	
D_SETOR_1_Comercio	19,5306	17218,5	0,001134	0,9991	
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	17,9857	17218,5	0,001045	0,9992	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	18,8523	17218,5	0,001095	0,9991	
D_SETOR_4_Minerao	18,9961	17218,5	0,001103	0,9991	
D_SETOR_6_Servicos	19,3816	17218,5	0,001126	0,9991	
D_SETOR_7_Manufatura	18,9769	17218,5	0,001102	0,9991	
D_SETOR_8_Construcao	19,2158	17218,5	0,001116	0,9991	
D_SETOR_9_Financas	19,5138	17218,5	0,001133	0,9991	
D_SETOR_10_Agricultura,_Minerao,_Construcao	17,1321	17218,5	0,0009950	0,9992	

Fonte: Informação extraída do software GRETLL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável **Empresa de Auditoria “D_AUDITORIA”** apresentou coeficiente positivo de 0,080 com p-valor = 0,0718. A variável indicadora de auditoria por firmas da Big Four apresentou coeficiente positivo e significância estatística ao nível de 10%, indicando que empresas auditadas por grandes firmas possuem maior probabilidade de divulgar o Lucro Líquido Ajustado. Esse resultado sugere que a presença de auditoria de alta reputação pode estar associada a práticas de divulgação mais sofisticadas e alinhadas com padrões internacionais de transparência. Bhattacharya

et al. (2003) argumentam que métricas ajustadas, como o lucro pro forma, são frequentemente utilizadas por empresas para fornecer uma visão mais informativa e persistente do desempenho financeiro. A associação com auditorias de alta qualidade reforça a credibilidade dessas divulgações.

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação do Lucro Líquido Ajustado, a auditoria por Big Four é o único fator com associação estatisticamente relevante

O modelo apresentado na Tabela 20 (Fluxo de Caixa Livre), apresentou um R^2 de McFadden de 12,75% e um R^2 ajustado de 4,82%, valores considerados modestos para modelos logísticos, indicando que cerca de 5% da variabilidade na decisão de divulgar o Fluxo de Caixa Livre (FCL) é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). A significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(17) = 57,90$; $p < 0,0001$), o que indica que o conjunto das variáveis explicativas contribui de forma estatisticamente significativa para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 321 casos, o que representa 77,2% da amostra total. Esse resultado demonstra boa capacidade preditiva, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente e a frequência moderada de divulgação do Fluxo de Caixa Livre.

Tabela 20

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Fluxo de Caixa Livre”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>
Constante	-21,7905	13191,4	-0,001652	0,9987
D_PAIS	0,152249	0,500986	0,3039	0,7612
D_IPO	0,449550	0,260477	1,726	0,0844 *
D_AUDITORIA	0,289531	0,365957	0,7912	0,4288
ROA	0,00560927	0,00818444	0,6854	0,4931
ROE	0,000519405	0,000457371	1,136	0,2561
LIQUIDEZ	-0,0806801	0,0575282	-1,402	0,1608
LNRECEITA	0,0207285	0,0512033	0,4048	0,6856
LNATIVO	-0,0890079	0,0632608	-1,407	0,1594
D_SETOR_1_Comercio	21,8148	13191,4	0,001654	0,9987
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	20,0636	13191,4	0,001521	0,9988
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	20,4201	13191,4	0,001548	0,9988
D_SETOR_4_Minerao	21,9764	13191,4	0,001666	0,9987
D_SETOR_5_Agricultura,_Florestas_e_Pesca	22,1697	13191,4	0,001681	0,9987
D_SETOR_6_Servicos	21,6258	13191,4	0,001639	0,9987
D_SETOR_7_Manufatura	20,9477	13191,4	0,001588	0,9987
D_SETOR_8_Construcao	22,3029	13191,4	0,001691	0,9987
D_SETOR_10_Agricultura,_Minerao,_Construcao	20,1464	13191,4	0,001527	0,9988

Fonte: Informação extraída do software GRETLL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas.

A variável **IPO “D_IPO”**: Apresentou coeficiente positivo de 0,45 com p-valor = 0,0844. A variável indicadora de IPO apresentou coeficiente positivo e significância estatística ao nível de 10%, indicando que empresas que realizaram ofertas públicas iniciais possuem maior propensão à divulgação do Fluxo de Caixa Livre em comparação com aquelas que realizaram Follow-On. Esse resultado sugere que o Fluxo de Caixa Livre é utilizado como métrica de sinalização de liquidez e capacidade de geração de caixa em contextos de maior assimetria informacional, como ocorre nos IPOs. Liu e Zhang (2020) destacam que o Fluxo de Caixa Livre é uma das métricas não-GAAP mais frequentemente divulgadas em IPOs, sendo percebida como uma medida relevante para

avaliar a sustentabilidade financeira da empresa. O presente resultado reforça essa evidência, indicando que o Fluxo de Caixa Livre é uma métrica estratégica em ofertas iniciais.

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação do Fluxo de Caixa Livre, o tipo de operação IPO é o principal determinante identificado.

O modelo apresentado na Tabela 21 (Margem de Receita Operacional Ajustada), apresentou um R^2 de McFadden de 12,94%, com R^2 ajustado de 2,09%, valores considerados baixos para modelos logísticos, indicando que apenas uma pequena parcela da variabilidade na decisão de divulgar a Margem de Receita Operacional Ajustada é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). Ainda assim, a significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(15) = 25,62$; $p = 0,0422$), o que indica que o conjunto das variáveis explicativas contribui de forma estatisticamente significativa para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 410 casos, o que representa 98,6% da amostra total. Esse resultado demonstra excelente capacidade preditiva, o que pode ser atribuído à baixa frequência de divulgação dessa métrica (evento raro), o que tende a inflar a taxa de acerto em modelos logísticos desbalanceados.

Tabela 21

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Margem de Receita Operacional Ajustada”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	-1,96038	0,705395	-2,779	0,0055	***
D_PAIS	0,103626	0,581336	0,1783	0,8585	
D_IPO	-0,00266641	0,316614	-0,008422	0,9933	
D_AUDITORIA	-0,0182985	0,396260	-0,04618	0,9632	
ROA	0,00144288	0,0101853	0,1417	0,8873	
ROE	7,77502e-06	0,000627435	0,01239	0,9901	
LIQUIDEZ	7,41867e-08	3,21180e-05	0,002310	0,9982	
LNRECEITA	-0,00197314	0,0466139	-0,04233	0,9662	
LNATIVO	-0,00382456	0,0681118	-0,05615	0,9552	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	0,0601501	0,513739	0,1171	0,9068	
D_SETOR_5_Agricultura_Florestas_e_Pesca	23,9077	41738,9	0,0005728	0,9995	
D_SETOR_6_Servicos	0,0968584	0,396204	0,2445	0,8069	
D_SETOR_7_Manufatura	0,0650723	0,418234	0,1556	0,8764	

Fonte: Informação extraída do software GRETLL, dados fornecidos pelo autor.

Nenhuma das variáveis independentes apresentou significância estatística ao nível de 10%. A ausência de significância estatística sugere que nenhuma das variáveis incluídas no modelo está associada de forma robusta à probabilidade de divulgação da Margem de Receita Operacional Ajustada.

A Margem de Receita Operacional Ajustada foi a métrica menos frequentemente divulgada na amostra, o que pode ter impactado negativamente a capacidade explicativa do modelo. A baixa variabilidade da variável dependente dificulta a identificação de padrões estatísticos robustos. Não foram localizados estudos empíricos específicos que tratem da divulgação da Margem de Receita Operacional Ajustada em ofertas públicas de ações. A literatura sobre métricas não-GAAP tende a se concentrar em EBITDA, Lucro Líquido Ajustado e Fluxo de Caixa Livre (Liu & Zhang, 2020; Bhattacharya et al., 2003). Assim, não é possível estabelecer uma comparação direta com evidências anteriores para essa métrica específica.

O modelo apresentado na Tabela 22 (Dívida Bruta e Dívida Líquida), apresentou um R^2 de McFadden de 71,27% e um R^2 ajustado de 62,92%, valores considerados muito elevados para modelos logísticos, indicando que mais de 60% da variabilidade na decisão de divulgar a Dívida

Bruta e Dívida Líquida é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo (Hosmer, Lemeshow, & Sturdivant, 2013). A significância global do modelo foi confirmada pelo teste de razão de verossimilhança ($\chi^2(15) = 273,19$; $p < 0,0001$), evidenciando que o conjunto das variáveis explicativas contribui de forma estatisticamente significativa para a explicação da variável dependente.

Além disso, o modelo classificou corretamente 395 casos, o que representa 95,0% da amostra total. Esse resultado demonstra excelente capacidade preditiva, o que reforça a robustez do modelo, especialmente considerando a natureza binária da variável dependente.

Tabela 22

Variável dependente com Erro Padrão Baseado na Hessiana “Dívida Bruta e Dívida Líquida”, tendo entre as variáveis independentes as variáveis de controle

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
Constante	-17,1990	791325	-2,173e-005	1,0000	
D_PAIS	48,9438	40748,3	0,001201	0,9990	
D_IPO	-1,04353	0,604632	-1,726	0,0844	*
D_AUDITORIA	2,39701	1,06446	2,252	0,0243	**
ROA	0,00837056	0,0184186	0,4545	0,6495	
ROE	-0,000571513	0,00205503	-0,2781	0,7809	
LIQUIDEZ	-3,97420e-05	0,00100920	-0,03938	0,9686	
LNRECEITA	0,151772	0,162132	0,9361	0,3492	
LNATIVO	-0,307410	0,159152	-1,932	0,0534	*
D_SETOR_1_Comercio	15,5294	791325	1,962e-005	1,0000	
D_SETOR_2_Servicos_Sociais	-6,95649	790807	-8,797e-006	1,0000	
D_SETOR_3_Transporte_e_Utilidades	14,0110	791325	1,771e-005	1,0000	
D_SETOR_6_Servicos	-28,2313	790266	-3,572e-005	1,0000	
D_SETOR_7_Manufatura	13,3735	791325	1,690e-005	1,0000	
D_SETOR_9_Financas	-29,7455	790266	-3,764e-005	1,0000	
D_SETOR_10_Agricultura,_Mineracao,_Construcao	15,1299	791325	1,912e-005	1,0000	

Fonte: Informação extraída do software GRETL, dados fornecidos pelo autor.

A seguir, são discutidas as variáveis estatisticamente significativas, com base nos coeficientes estimados, seus respectivos p-valores e interpretações econômicas:

A variável **IPO “D_IPO”** apresentou coeficiente negativo de -1,04 com p-valor = 0,0844. A variável indicadora de IPO apresentou coeficiente negativo e significância estatística ao nível de 10%, indicando que empresas que realizaram ofertas públicas iniciais possuem menor propensão à divulgação da Dívida Bruta e Dívida Líquida em comparação com aquelas que realizaram Follow-On. Esse resultado sugere que, em contextos de IPO, as empresas podem optar por não destacar métricas relacionadas ao endividamento, possivelmente para evitar interpretações negativas por parte dos investidores. Embora Liu e Zhang (2020) não tenham tratado diretamente da divulgação de métricas de dívida, eles destacam que empresas tendem a divulgar medições não contábeis que reforcem aspectos positivos de sua estrutura financeira. O presente resultado pode indicar uma estratégia de omissão seletiva em IPOs, o que é coerente com a literatura sobre sinalização e gerenciamento de impressões (Verrecchia, 2001).

A variável **Empresa de Auditoria “D_AUDITORIA”** apresentou coeficiente positivo de 2,40 com p-valor = 0,0243. variável indicadora de auditoria por firmas da Big Four apresentou coeficiente positivo e significância estatística ao nível de 5%, indicando que empresas auditadas por grandes firmas possuem maior probabilidade de divulgar a Dívida Bruta e Dívida Líquida. Esse resultado sugere que a presença de auditoria de alta reputação pode estar associada a maior transparência e conformidade com boas práticas de divulgação, mesmo em métricas sensíveis como endividamento. Bhattacharya et al. (2003) argumentam que a qualidade da auditoria está positivamente associada à credibilidade das informações divulgadas. O presente resultado reforça

essa evidência, indicando que empresas auditadas por Big Four tendem a divulgar métricas mais completas, mesmo que potencialmente desfavoráveis.

A variável **Ativo Total “LNATIVO”** apresentou coeficiente negativo de -0,31 com p-valor = 0,0534. A variável de porte da empresa (Ativo Total) apresentou coeficiente negativo e significância estatística ao nível de 10%, sugerindo que empresas maiores, em termos de ativos totais, possuem menor propensão à divulgação da Dívida Bruta e Dívida Líquida. Esse resultado pode indicar que empresas de maior porte, por já estarem mais expostas ao escrutínio do mercado, optam por não enfatizar métricas de endividamento em suas comunicações voluntárias. Não foram localizados estudos empíricos específicos que tratem da relação entre porte e divulgação de métricas de dívida. No entanto, a literatura sobre divulgação voluntária sugere que empresas maiores tendem a ser mais seletivas na divulgação de informações sensíveis (Healy & Palepu, 2001).

As demais variáveis do modelo não apresentaram significância estatística ao nível de 10%. Isso indica que, no caso específico da divulgação da Dívida Bruta e Dívida Líquida, os principais determinantes são o tipo de operação (IPO), a auditoria por Big Four e o porte da empresa (Ativo Total).

Os resultados dos modelos de regressão logística permitiram avaliar a confirmação das hipóteses de pesquisa relacionadas aos determinantes da divulgação de medições não contábeis. Dentre as dez hipóteses formuladas, **H2 (EBITDA Ajustado)**, **H8 (Fluxo de Caixa Livre)** e **H10 (Dívida Bruta e Dívida Líquida)** foram novamente confirmadas, apresentando associação estatisticamente significativa com variáveis explicativas como auditoria por Big Four, rentabilidade (ROA), tipo de oferta (IPO) e país de origem (Brasil). As demais hipóteses não apresentaram evidência estatística robusta nos modelos logísticos, especialmente aquelas relacionadas a margens e lucros ajustados. Esses achados reforçam que a decisão de divulgar determinadas medições não contábeis está associada a fatores estratégicos e institucionais, sendo utilizada de forma seletiva pelas empresas em contextos de captação de recursos.

A variável D_PAIS também apresentou significância estatística em diversos modelos, indicando que empresas que realizaram ofertas no Brasil apresentaram maior propensão à divulgação de medições não contábeis em comparação às norte-americanas. Essa diferença pode estar relacionada ao ambiente regulatório mais rígido da SEC e à maior padronização das práticas de divulgação nos Estados Unidos da América. Ainda assim, os resultados sugerem que, quando divulgadas, determinadas medições não contábeis ajustadas são valorizadas pelo mercado dos Estados Unidos, reforçando a importância da qualidade e da seletividade na comunicação financeira.

4.4 Síntese dos resultados e hipóteses de pesquisa

A seguir, apresenta-se a Tabela 23 (apresentado inicialmente como Tabela 2), que sintetiza os principais achados empíricos da pesquisa, relacionando o sinal esperado para cada hipótese, com os resultados obtidos nas regressões e suas respectivas interpretações:

Tabela 23

Hipóteses de Pesquisa: Sinal Esperado, Resultado Empírico e Interpretação

Hipótese	Fator	Sinal Esperado	Resultado Final da Regressão	Interpretação
H1	EBITDA	+	Não há evidência para confirmação (não significativo)	Indicador contábil tradicional não influencia significativamente a reação do mercado.
H2	EBITDA Ajustado	+	Há evidências de confirmação – positivo e significativo (p-valor = 0,0454)	Mercado valoriza ajustes que refletem melhor a performance operacional recorrente.

Hipótese	Fator	Sinal Esperado	Resultado Final da Regressão	Interpretação
H3	Margem EBITDA	+	Não há evidência para confirmação (não significativo)	Margem não é percebida como fator relevante isoladamente.
H4	Margem EBITDA Ajustada	+	Não há evidência para confirmação (não significativo)	Ajustes na margem não geram impacto estatístico na reação do mercado.
H5	Lucro Bruto Ajustado	+	Não há evidência para confirmação (não significativo)	Lucro bruto ajustado não é um driver relevante para retorno anormal.
H6	Lucro Operacional Ajustado	+	Não há evidência para confirmação (não significativo)	Indicador não apresenta relação estatística com retorno anormal.
H7	Lucro Líquido Ajustado	+	Não há evidência para confirmação (não significativo)	Lucro líquido ajustado não influencia diretamente a reação do mercado.
H8	Fluxo de Caixa Livre	+	Há evidências de confirmação – positivo e significativo (p-valor = 0,0377)	Mercado responde positivamente à geração de caixa livre.
H9	Margem Receita Operacional Adj.	+	Há evidências de confirmação – positivo e significativo (p-valor = 0,0156)	Métrica estatisticamente significativa na regressão linear, mas não na logística. Indica que, quando divulgada, está associada a maior variação da ação.
H10	Dívida Bruta / Dívida Líquida	+	Há evidências de confirmação – modelo com R ² ajustado de 62,92%	Estrutura de capital tem forte relação com retorno anormal, indicando relevância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 23 consolida os principais achados empíricos da pesquisa, permitindo uma visão integrada da confirmação ou não das hipóteses formuladas. Observa-se que, embora apenas quatro das dez hipóteses tenham sido estatisticamente confirmadas, sendo, H2 (EBITDA Ajustado), H8 (Fluxo de Caixa Livre), H9 (Margem Operacional Ajustada) e H10 (Dívida Bruta e Dívida Líquida), os resultados obtidos nas regressões múltiplas e logísticas revelam padrões consistentes de associação entre determinadas medições não contábeis e o comportamento do mercado de capitais.

A confirmação dessas hipóteses reforça a relevância de métricas ajustadas que sinalizam desempenho operacional e geração de caixa como instrumentos informacionais valorizados pelos investidores. Por outro lado, a não confirmação das demais hipóteses evidencia que a divulgação de medições não contábeis não ocorre de forma homogênea, sendo influenciada por fatores como o tipo de oferta pública de ações, a empresa de auditoria independente, a rentabilidade e, especialmente, o país de origem da operação.

A significância da variável D_PAIS em diversos modelos destaca diferenças estruturais entre os mercados brasileiro e dos Estados Unidos, sugerindo que o ambiente institucional e regulatório exerce influência direta sobre a estratégia de divulgação adotada pelas empresas. Ainda assim, os resultados indicam que, mesmo em contextos mais restritivos, como o dos Estados Unidos da América, determinadas medições não contábeis ajustadas são positivamente associadas à percepção de valor por parte dos investidores.

Essa síntese reforça a importância de compreender o papel das medições não contábeis como mecanismos de sinalização estratégica em ofertas públicas de ações, contribuindo para o avanço do conhecimento na interface entre contabilidade, finanças e governança corporativa. As implicações teóricas e práticas desses achados são aprofundadas no capítulo seguinte.

5 CONCLUSÕES

5.1 Achados e Contribuições

Esta dissertação teve como objetivo central investigar os fatores que influenciam a divulgação de medições não contábeis em ofertas públicas de ações, com base em uma amostra de 416 operações realizadas entre 2021 e 2023 nos mercados de capitais do Brasil e dos Estados Unidos da América. Foram formuladas dez hipóteses de pesquisa, cada uma relacionada à probabilidade de divulgação das seguintes métricas, sendo elas H1 (EBITDA), H2 (EBITDA Ajustado), H3 (Margem EBITDA), H4 (Margem EBITDA Ajustada), H5 (Lucro Bruto Ajustado), H6 (Lucro Operacional Ajustado), H7 (Lucro Líquido Ajustado), H8 (Fluxo de Caixa Livre), H9 (Margem Operacional Ajustada) e H10 (Dívida Bruta e Dívida Líquida), conforme apresentadas no capítulo 2.7 “Hipóteses”.

Os achados empíricos revelam que a divulgação de determinadas medições não contábeis está positivamente associada à variação do preço das ações no momento da oferta. Especificamente, a presença do **EBITDA Ajustado**, do **Fluxo de Caixa Livre**, da **Margem Operacional Ajustada** e da **Dívida Bruta e Dívida Líquida** apresentou significância estatística e sinal positivo, conforme demonstrado na Tabela 23, evidenciando que o mercado responde de forma mais sensível a informações que refletem a performance operacional recorrente e a capacidade de geração de caixa das companhias. Tais resultados corroboram a literatura sobre a Teoria da Sinalização (Spence, 1973), e sugerem que, em contextos de assimetria informacional como o de ofertas públicas de ações, os investidores tendem a valorizar indicadores que capturam a essência econômica do negócio, em detrimento de métricas puramente contábeis (métricas GAAP).

A os resultados sugerem confirmação das hipóteses de pesquisa H2 (**EBITDA Ajustado**), H8 (**Fluxo de Caixa Livre**), H9 (**Margem Operacional Ajustada**) e H10 (**Dívida Bruta e Dívida Líquida**) também revelou que três fatores estão positivamente associados à divulgação dessas métricas: (i) empresas auditadas por um auditor independente sendo uma das Big Four, (ii) maior rentabilidade da empresa (ROA) e (iii) realização da oferta pública de ações no Brasil. Esses achados estão alinhados com estudos como Francis et al. (2005), que associam auditoria de alta qualidade à maior credibilidade informacional; Liu e Zhang (2020), que relacionam rentabilidade à divulgação seletiva de medições não contábeis; e Bushman & Piotroski (2006), que destacam o papel da qualidade institucional em mercados emergentes na decisão de divulgar informações voluntárias. A variável “país de origem” também apresentou significância estatística em diversos modelos, indicando que empresas brasileiras tendem a utilizar essas métricas como forma de compensar a menor maturidade regulatória e institucional do mercado local.

Por outro lado, algumas hipóteses não foram confirmadas estatisticamente, como H1 (EBITDA) e H6 (Lucro Operacional Ajustado). A ausência de significância dessas métricas pode indicar que o mercado não as percebe como suficientemente informativas, especialmente quando não ajustadas por itens não recorrentes. Esse resultado diverge de estudos como Bhattacharya et al. (2003), que apontam o EBITDA como uma métrica valorizada nos EUA, sugerindo que a falta de padronização e reconciliação no Brasil pode comprometer sua utilidade informacional. A literatura sobre divulgação voluntária também sugere que empresas de maior porte tendem a ser mais seletivas na divulgação de informações sensíveis, como métricas de endividamento (Healy & Palepu, 2001).

Adicionalmente, observou-se que empresas brasileiras tendem a divulgar mais intensamente medições não contábeis, possivelmente como resposta à menor maturidade regulatória e informacional do mercado local. Já no mercado dos Estados Unidos, a maior padronização e maior rigor na aplicação das normas regulatórias parecem reduzir a necessidade de sinalizações alternativas, o que pode explicar a menor variabilidade na divulgação entre os emissores. Essa diferença institucional entre os mercados reforça a importância de considerar o contexto regulatório na análise da utilidade informacional das medições não contábeis divulgadas.

Do ponto de vista acadêmico, esta pesquisa contribui ao aprofundar a compreensão sobre o papel das medições não contábeis na precificação de ativos em contextos de captação de recursos, especialmente em mercados emergentes. A originalidade do estudo reside na construção de um índice de divulgação e na análise comparativa entre dois mercados com diferentes níveis de maturidade e regulação, como no brasileiro e nos Estados Unidos.

Do ponto de vista teórico, esta dissertação avança ao integrar a Teoria da Divulgação e a Teoria da Sinalização em um contexto empírico comparativo entre Brasil e Estados Unidos. O estudo propõe um índice inédito de divulgação para mensurar o grau de transparência informacional das empresas quanto à divulgação de medições não contábeis, permitindo análises comparativas e longitudinais. Além disso, contribui para a literatura ao demonstrar que o impacto dessas métricas varia conforme o ambiente regulatório e institucional, reforçando a importância do contexto na análise de práticas de divulgações.

No âmbito prático, os resultados oferecem subsídios relevantes para emissores, investidores e reguladores, sendo (i) para emissores, o estudo orienta a escolha estratégica das métricas a serem divulgadas em ofertas públicas, destacando a importância da transparência e da qualidade na comunicação financeira para maximizar a percepção de valor pelo mercado; (ii) para investidores, reforça a necessidade de análise crítica das medições não contábeis, alertando para o potencial informativo e as limitações dessas métricas, especialmente em ambientes regulatórios menos padronizados; e (iii) para reguladores, evidencia a relevância de diretrizes claras e padronizadas para a divulgação de métricas não contábeis, sugerindo que maior uniformidade pode aumentar a comparabilidade e a confiança do mercado, especialmente no Brasil.

Por fim, ao permitir a comparação entre práticas brasileiras e norte-americanas, este estudo oferece um benchmark internacional que pode orientar o aprimoramento das políticas de divulgação e de governança corporativa no contexto nacional. Essa abordagem comparativa amplia o entendimento sobre os efeitos das medições não contábeis e fornece referências valiosas para o desenvolvimento de melhores práticas em mercados emergentes.

5.2 Limitações da Pesquisa

Apesar das contribuições apresentadas, esta pesquisa possui limitações que devem ser reconhecidas. A primeira refere-se à disponibilidade de dados, especialmente no mercado dos Estados Unidos, onde apenas cerca de 30% das ofertas públicas realizadas no período analisado puderam ser incluídas na amostra final, devido à ausência de documentos completos nos registros da SEC. Essa limitação pode ter implicado em viés de seleção, restringindo a generalização dos resultados.

Em segundo lugar, a heterogeneidade na forma de cálculo e apresentação das medições não contábeis entre as empresas representa um desafio metodológico. Embora tenham sido adotados critérios rigorosos de identificação e classificação, a ausência de padronização pode afetar a comparabilidade entre as observações.

Adicionalmente, a pesquisa concentrou-se em métricas específicas e em um período temporal delimitado (2021–2023), o que pode não capturar variações estruturais ou conjunturais mais amplas. Fatores macroeconômicos, mudanças regulatórias e eventos extraordinários, como a pandemia de COVID-19, podem ter influenciado os resultados de forma não controlada.

A utilização de modelos econométricos baseados em regressão linear e logística, embora robustos, está sujeita a pressupostos que, quando violados, podem comprometer a validade das inferências. Ainda que tenham sido aplicados testes de diagnóstico e correções por meio de erros padrão robustos, limitações inerentes à modelagem estatística permanecem.

Complementarmente, é importante destacar que as análises estatísticas realizadas não contemplaram ajustes relacionados ao pagamento de dividendos, o que pode impactar o retorno efetivo das ações e, por consequência, influenciar a percepção de valor pelos investidores. Também não foram incorporados fatores de risco sistemático, como o coeficiente beta, conforme previsto na Teoria de Finanças, especialmente no modelo de precificação de ativos (CAPM), que considera

o risco de mercado como componente essencial na determinação do retorno esperado, juntamente com a não realização de análise de retorno anormal das ações em torno das datas de divulgação dos prospectos ou da efetivação das ofertas públicas.

Adicionalmente, a pesquisa não considerou variáveis de controle relacionadas à governança corporativa, estrutura de propriedade ou setor de atuação das companhias, que podem influenciar tanto a decisão de divulgar medições não contábeis quanto a forma como essas informações são percebidas pelo mercado. A ausência dessas variáveis decorre da limitação de escopo e da disponibilidade de dados padronizados entre os mercados analisados.

Por fim, ressalta-se que a análise foi conduzida com base em informações públicas disponíveis nos prospectos e formulários de referência, não sendo possível validar a consistência dos critérios internos utilizados pelas companhias para cálculo das métricas ajustadas. Essa limitação pode afetar a comparabilidade entre os emissores e entre os mercados.

5.3 Sugestões para Pesquisas Futuras

As limitações indicadas na seção anterior não invalidam os achados, mas indicam caminhos para pesquisas futuras. Entre as possibilidades de aprofundamento, destacam-se (i) a ampliação da amostra, especialmente no mercado dos Estados Unidos; (ii) a inclusão de outras medições não contábeis, como indicadores ESG ou operacionais; (iii) a análise de efeitos setoriais mais aprofundados; e (iv) a aplicação de métodos econométricos alternativos, como modelos não lineares ou machine learning, que podem capturar relações mais complexas entre as variáveis. Modelos de painel dinâmico, embora relevantes em estudos longitudinais, exigiriam uma base com observações repetidas das mesmas empresas ao longo do tempo, o que não se verifica na presente amostra.

Adicionalmente, recomenda-se que pesquisas futuras explorem abordagens experimentais para avaliar de forma direta a percepção dos investidores em relação à divulgação de medições não contábeis, especialmente em cenários de tomada de decisão sob assimetria informacional. O uso de experimentos controlados pode contribuir para identificar como diferentes perfis de investidores interpretam e valorizam essas métricas, ampliando a compreensão sobre o impacto informacional da divulgação voluntária.

Sugere-se, ainda, o aprofundamento da análise por segmento ou setor de atuação, considerando que a relevância e o efeito das medições não contábeis podem variar substancialmente entre diferentes indústrias. Estudos setoriais podem revelar padrões específicos de divulgação e valoração pelo mercado, contribuindo para o desenvolvimento de recomendações mais direcionadas para emissores, investidores e reguladores.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. doi:<https://doi.org/10.2307/1879431>
- Andrade, G. V., & Murcia, F. D.-R. (2018, outubro 19). *CUIDADO, EBITDA E EBITDA AJUSTADO DAS PRINCIPAIS EMPRESAS BRASILEIRAS PODEM ESTAR INFLACIONADOS*. Retrieved from fipecafi.org/Fundacao/FundacaoPublicacoesConteudo/3874
- Azzolin, J. L. (2012). *Análise das Demonstrações Contábeis*. Curitiba, PR: IESDE Brasil.
- B3. (2021). *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. Retrieved from https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3.htm
- Banco Central do Brasil. (2021). *Relatório de Inflação, Volume 23 | Número 4 | Dezembro 2021*. Brasília: Comitê de Política Monetária (Copom). Retrieved from <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202112>
- Banco Central do Brasil. (2023). *Relatório de Inflação, Volume 25 | Número 4 | Dezembro 2023*. Brasília: Comitê de Política Monetária (Copom). Retrieved from <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202312>
- Barth, M. E., & Clinch, G. (2009). Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), pp. 253-288. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>
- Belsey, D. A., Kuh, E., & Welsh, R. E. (1980, 2004). *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*. New Jersey: John Wiley & Sons, INC.
- 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, 285-319.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. doi:<https://doi.org/10.2307/3003330>
- Black, D. E., & Christensen, T. E. (2009). US manager's use 'pro-forma' adjustments to meet strategic earning targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 297-326.
- Black, D. E., & Christensen, T. E. (2018, abril). Policy implications of research on non-GAAP reporting. *Research in Accounting Regulation*, 30(1), pp. 1-7.
- Black, D. E., Black, E. L., Christensen, T. E., & Heninger, W. G. (2012, outubro 24). Has the Regulation of Pro Forma Reporting in the US Changed Investors' Perceptions of Pro Forma Earnings Disclosures? *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 876-904.
- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T., & Whipple, B. C. (2021). Non-GAAP Earnings: A Consistency and Comparability Crisis? *Contemporary Accounting Research*, 38(3), pp. 1712-1747.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349. doi:<https://doi.org/10.2308/accr.1997.72.3.323>
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 41-66.
- Brown, L. D., & Umar, K. S. (2003). Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures. *Review of Accounting Studies*, 8, 561-572.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Menini, A., & Steffen, T. D. (2016). Non-GAAP Earnings Disclosure and IPO Pricing.
- Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 107-148. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.10.005>
- Castro, C. M. (1977). *A prática da pesquisa*. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil.

- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), pp. 303-327. doi:<https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Comissão de Valores Mobiliários. (23 de junho de 2022). *Resolução CVM 156: Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR*. Fonte: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol156.html>
- Damodaran, A. (2009). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. Bookman Editora.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666)*. John Wiley & Sons.
- Deloitte. (2021). *Disclosure of Non-GAAP Financial Measures: Enhancing Investor Confidence*. Retrieved from <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/audit/articles/non-gaap-disclosures.html>
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2023). *On the Radar: Non-GAAP Financial Measures and Metrics*. Deloitte Development LLC.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Dilla, W. N., Janvrin, D. J., & Jeffrey, C. (2013). *Pro forma accounting disclosures: The effect of reconciliations and financial reporting knowledge on nonprofessional investors' judgments*. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2013.12.002>
- Doyle, J. T., Jennings, J., & Soliman, M. T. (2013). Do Managers Define Non-GAAP Earnings to Meet or Beat Analyst Forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, pp. 40-56. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.03.002>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), pp. 2835-2857. doi:<https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eco, H. (2020). *Como se faz uma tese (nova edição)*. São Paulo, SP: Perspectiva.
- Elliot, B. W. (2016, janeiro 1). Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements? *The Accounting Review*, pp. 113-133.
- Elliott, B. W. (2006). Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review*, 81(1), pp. 113-133. doi:<https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.1.113>
- Ernst & Young. (2021). *2021 EY Global IPO Trends report (IPO Report): Are your growth strategies resilient enough for the future?* Ernest & Young.
- Ernst & Young. (2023, abril 27). *Navigating the requirements for non-GAAP financial measures*. Retrieved from https://www.ey.com/en_us/assurance/accountinglink/technical-line-navigating-the-requirements-for-non-gaap-financial-measures
- EY. (2020). *Non-GAAP Measures: A Guide to Best Practices in Disclosure*. Retrieved from https://www.ey.com/en_gl/assurance/non-gaap-measures-best-practices-disclosure
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, Volume 33, Issue 1, 3-56. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Federal Reserve. (2023). *Federal funds target rate (upper bound)*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. Fonte: Federal funds target rate (upper bound): <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>
- Fontes, S. V., & Macedo, M. A. (2003). Desempenho organizacional: uma avaliação através da técnica de análise envoltória de dados baseada em índices financeiros. *Anais do encontro nacional da associação nacional dos programas de pós-graduação em administração*. Atibaia: ANPAD.

- Fortes, V. O. (2004). *A viabilidade da implementação de uma trading company na região noroeste do estado do Rio Grande do Sul. (Dissertação Mestrado)*. Ijuí, RS: Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. doi:https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003
- Franco, H. (1973). *Estrutura, análise e interpretações de balanços. 12. Ed.* São Paulo, SP: Atlas.
- García, J., Salmerón, R., García, C., & Lopez Martín, M. D. (2016). Standardization of variables and collinearity diagnostic in ridge regression. *International Statistical Review*, 84(2), 245-266. doi:https://doi.org/10.1111/insr.12099
- Gil, A. C. (2019). *Métodos e técnicas de pesquisa, (7. ed.)*. São Paulo, SP: Editora Atlas. Retrieved from <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788597020991>
- Gobetti, S. W., & Schettini, B. P. (2010). *Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro (No. 1514)*. Texto para Discussão. Retrieved from https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1367/1/TD_1514.pdf
- Gormsen, N. J., & Kojen, R. S. (2020). Coronavirus: Impact on Stock Prices and Growth Expectations. *The Review of Asset Pricing Studies, Volume 10, Issue 4*, 574–597. doi:https://doi.org/10.1093/rapstu/raaa013
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *The accounting review*, 86(6), pp. 1995-2022.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica (5ª Edição ed.)*. (D. Durante, M. Rosemberg, & M. L. Rosa, Trans.) AMGH Editora Ltda.
- Harrell Jr., F. E. (2015). *Regression modeling strategies: With applications to linear models, logistic and ordinal regression, and survival analysis (2nd ed.)*. Springer.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics, Volume 31, Issues 1–3*, 405-440. doi:https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- Hirst, E. D., & Hopkins, P. E. (1998). Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. *Journal of Accounting Research*, 36, 47-75. doi:https://doi.org/10.2307/2491309
- Hosmer, D. W., Lemeshow, S., & Sturdivant, R. X. (2013). *Applied logistic regression*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Huang, Q., & Skantz, T. R. (2016, março). The informativeness of pro forma and street earnings: an examination of information asymmetry around earnings announcements. *Rev Account Stud*, pp. 198-250.
- InfoMoney. (2023, janeiro 3). *Depois da seca de 2022, novos IPOs devem demorar a sair e ter novo perfil*. Retrieved from <https://www.infomoney.com.br/negocios/perspectiva-ipos-2023/>
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). (2021). *Carta de conjuntura: n° 51, abr./jun. 2021*. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas – Dimac. Retrieved from <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/10618>
- Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1987). A Test for Normality of Observations and Regression Residuals. *International Statistical Review / Revue Internationale de Statistique*, (55)2, 163-172. doi:https://doi.org/10.2307/1403192
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329. doi:https://www.jstor.org/stable/1818789
- 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. doi:https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kerlinger, F. N. (1980). *Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual*. São Paulo, SP: EPU/EDUSP.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (2001). The Relation among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information. *The Accounting Review*, 76(4), 633-654.

- KPMG. (2020). *Free Cash Flow: A Key Indicator of Financial Health*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/05/free-cash-flow-financial-health.html>
- KPMG. (2020). *Gross Profit Adjustments: A Clearer View of Operational Efficiency*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/08/gross-profit-adjustments-operational-efficiency.html>
- KPMG. (2020). *Non-GAAP Financial Measures: Enhancing Transparency and Consistency*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/07/non-gAAP-financial-measures.html>
- KPMG. (2020). *Understanding EBITDA: The Basics and Beyond*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/07/understanding-ebitda.html>
- KPMG. (2021). *Adjusted EBITDA: A Clearer Picture of Operational Performance*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/02/adjusted-ebitda-clearer-picture-operational-performance.html>
- KPMG. (2021). *Adjusted Net Income: Understanding Sustainable Profitability*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/04/adjusted-net-income-sustainable-profitability.html>
- KPMG. (2021). *Adjusted Operating Income: Enhancing the Understanding of Core Operations*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/03/adjusted-operating-income-understanding-core-operations.html>
- KPMG. (2021). *Adjusted Operating Margin: A Clearer View of Operational Efficiency*. Retrieved from <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/06/adjusted-operating-margin-operational-efficiency.html>
- KPMG. (2023, maio). *Non-GAAP Financial Measures*. Retrieved from <https://frv.kpmg.us/reference-library/2023/non-gAAP-financial-measures.html>
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527. doi:[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lev, B. (1992). Information disclosure strategy. In *California Management Review*, 34(4) (pp. 9-32). Haas School of Business.
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature. *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper, No. 701/2020*. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3698631>
- Liu, B., & Zhang, D. (2020, março 23). The use of non-GAAP measures in initial public offerings. *Corporate Accounting & Finance*, pp. 60-72.
- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings. *The Accounting Review*, 79(3), pp. 769-795. doi:<https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.3.769>
- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of "pro forma" earnings. *The Accounting Review*, 79(3), pp. 769-795. doi:<https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.3.769>
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas (3. ed.)*. São Paulo, SP: Atlas. Retrieved from <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788597009088>
- Matias, A. B. (2017). *Análise financeira de empresas*. Barueri, SP: Manole.
- Maurer, M. (2019, outubro 18). *Companies' Non-GAAP Adjustments to Net Income Have Soared*. Retrieved from The Wall Street Journal: <https://www.wsj.com/articles/companies-non-gAAP-adjustments-to-net-income-have-soared-11571429258>

- Melo, P. H., & Lamonier, W. M. (2019). Determinantes do gerenciamento de resultados em ofertas públicas iniciais (IPOs) de ações no mercado de capitais brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 15(3), 27-46. doi:<https://doi.org/10.4270/ruc.2019318>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Occupational Safety and Health Administration. (2025, Julho). *Standard Industrial Classification (SIC) Manual*. Retrieved from <https://www.osha.gov/data/sic-manual>
- PriceWaterhouseCoopers. (2021, outubro). *How non-GAAP measures and key performance metrics can impact your IPO*. Retrieved from <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/how-non-gaap-measures-kpis-impact-your-ipo.html>
- PwC. (2021). *Adjusted Net Income: A Key Indicator of Profitability*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/adjusted-net-income.html>
- PwC. (2021). *Adjusted Operating Income: A Key Metric for Performance Analysis*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/adjusted-operating-income.html>
- PwC. (2021). *Adjusted Operating Margin: Enhancing Performance Analysis*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/adjusted-operating-margin.html>
- PwC. (2021). *Adjusting EBITDA for a Clearer View of Performance*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/adjusting-ebitda.html>
- PwC. (2021). *Adjusting Gross Profit for Better Insights*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/adjusting-gross-profit.html>
- PwC. (2021). *Measuring and Reporting on EBITDA and Other Non-GAAP Financial Measures*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/measuring-reporting-ebitda.html>
- PwC. (2021). *Non-GAAP Financial Measures: Best Practices and Disclosure Requirements*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/non-gaap-financial-measures.html>
- PwC. (2021). *Roadmap for an IPO: A guide to going public*. Retrieved from EBITDA in IPOs: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.html>
- PwC. (2021). *Understanding Free Cash Flow for Better Financial Planning*. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/free-cash-flow.html>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40. doi:<https://doi.org/10.2307/3003485>
- Soares, P. G. (2011). *Subprecificação em ofertas públicas iniciais de ações no mercado acionário brasileiro (2004-2011)*. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. In *Uncertainty in economics*, pp. 355-374. doi:<https://doi.org/10.2307/1882010>
- U.S. Bureau of Labor Statistics. (2025). *Standard Industrial Classification (SIC) System*. Retrieved from Standard Industrial Classification (SIC) System: <https://www.bls.gov/cew/classifications/industry/sic-industry-titles.htm>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2003, março 28). *Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures*. Retrieved from https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm#P139_20688

- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180. doi:[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Vieira, E. M., Santos, A. A., Lagioia, U. C., Vieira, G. F., & Santos, J. F. (2014). Melhores grupos de índices e demonstrações contábeis para análise da situação econômico-financeira das empresas na percepção de analistas do mercado de capitais. *Contabilidade, Gestão e Governança - Brasília*, v. 17, n. 3, pp. 29-46.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data (second edition)*. Cambridge: The MIT Press.
- Zanolla, E., & Lima, Á. V. (2011). Fluxos de recursos operacionais: estudo comparativo entre método aplicado em amostra de empresas industriais brasileiras. *Revista de Contabilidade do Mestrado de Ciências Contábeis da UERJ*, v16, n. 2, 116-132. Fonte: Revista de Contabilidade do Mestrado de Ciências Contábeis da UERJ: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5435>

GLOSSÁRIO TÉCNICO

1. Medições Não Contábeis (Non-GAAP Measures / Non-GAAP Financial Measures)

Indicadores financeiros ajustados que não seguem, necessariamente, os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP ou IFRS Accounting Standards). São utilizados por companhias para fornecer uma visão alternativa da performance operacional, posição financeira ou geração de caixa, muitas vezes com o objetivo de destacar resultados recorrentes ou excluir efeitos considerados não representativos da operação principal. Por não serem padronizadas pelas normas contábeis, essas medições devem ser interpretadas com cautela. Sua divulgação requer reconciliação com medidas contábeis tradicionais e explicações claras sobre os ajustes realizados, conforme exigido por reguladores como a SEC (EUA) e a CVM (Brasil).

2. EBITDA

Acrônimo de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, traduzido como Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Trata-se de uma medição não contábil amplamente utilizada para avaliar a performance operacional de uma empresa, ao excluir os efeitos da estrutura de capital (juros), da carga tributária (impostos) e das políticas contábeis (depreciação e amortização). O EBITDA não é uma métrica reconhecida pelas normas contábeis (GAAP ou IFRS) e, portanto, deve ser interpretado com cautela. Sua divulgação requer reconciliação com medidas contábeis tradicionais, conforme exigido por reguladores como a SEC (EUA) e a CVM (Brasil).

3. EBITDA Ajustado

Versão do EBITDA ajustada por itens não recorrentes ou extraordinários, como despesas com reestruturações, aquisições, litígios ou remuneração baseada em ações. Busca refletir a performance operacional recorrente da empresa. Por ser uma medição não contábil, sua divulgação deve ser acompanhada de reconciliação com medidas contábeis e justificativas claras para os ajustes realizados.

4. Margem EBITDA

Indicador percentual obtido pela divisão do EBITDA pela receita líquida. Mede a eficiência operacional da empresa ao indicar a proporção da receita que se converte em resultado operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Por derivar de uma medição não contábil, sua interpretação deve considerar as limitações do EBITDA.

5. Margem EBITDA Ajustada

Versão ajustada da Margem EBITDA, calculada com base no EBITDA Ajustado. Exclui efeitos não recorrentes, buscando refletir a eficiência operacional recorrente. Deve ser divulgada com os mesmos cuidados aplicáveis às medições não contábeis.

6. Lucro Bruto Ajustado

Lucro bruto ajustado por itens não recorrentes registrados no custo das mercadorias vendidas (CMV), como provisões extraordinárias ou efeitos pontuais de reestruturações. Visa oferecer uma visão mais precisa da rentabilidade operacional. Por ser uma medição não contábil, requer reconciliação com o lucro bruto contábil e justificativa dos ajustes.

7. Lucro Operacional Ajustado

Lucro operacional ajustado por eventos extraordinários, como desvalorizações de ativos, reestruturações ou litígios. Busca isolar a performance operacional recorrente. Deve ser divulgado com reconciliação e explicações detalhadas dos ajustes.

8. Lucro Líquido Ajustado

Lucro líquido ajustado por ganhos ou perdas extraordinárias, como efeitos de variação cambial, alienações de ativos ou eventos não recorrentes. Tem como objetivo refletir o resultado líquido recorrente. Sua divulgação deve seguir os princípios de transparência e reconciliação com o lucro líquido contábil.

9. Fluxo de Caixa Livre (Free Cash Flow)

Caixa gerado pelas atividades operacionais após os investimentos em capital (CAPEX). Mede a capacidade da empresa de gerar caixa disponível para distribuição de dividendos, recompra de ações ou expansão dos negócios. Embora amplamente utilizado, o conceito pode variar entre empresas, sendo recomendável a apresentação de sua fórmula de cálculo e reconciliação com os fluxos de caixa contábeis.

10. Margem de Receita Operacional Ajustada

Indicador percentual obtido pela divisão do lucro operacional ajustado pela receita líquida. Mede a eficiência operacional da empresa ao desconsiderar efeitos não recorrentes. Por derivar de uma medição não contábil, requer os mesmos cuidados de divulgação e reconciliação.

11. Dívida Bruta

Total das obrigações financeiras da empresa, incluindo empréstimos, financiamentos, debêntures e outros instrumentos de dívida, independentemente de seu vencimento. Representa o montante total de recursos captados junto a terceiros.

12. Dívida Líquida

Dívida bruta subtraída do caixa e equivalentes de caixa. Representa a real exposição da empresa ao endividamento líquido, sendo amplamente utilizada em análises de alavancagem financeira.

13. Índice de Divulgação

Métrica composta elaborada pelo autor, que quantifica o grau de divulgação de medições não contábeis por uma empresa. Baseia-se na presença de até 10 indicadores ajustados selecionados como parte das hipóteses de pesquisa desta dissertação. O índice visa mensurar a intensidade e a consistência da prática de divulgação de informações financeiras alternativas.

14. Regressão Múltipla

Técnica estatística utilizada para estimar a relação entre uma variável dependente contínua e múltiplas variáveis independentes. Permite avaliar o impacto simultâneo de diversos fatores sobre o fenômeno estudado, controlando efeitos cruzados.

15. Regressão Logística

Modelo estatístico utilizado para prever a probabilidade de ocorrência de um evento binário (por exemplo, divulgar ou não divulgar uma métrica). A variável dependente assume apenas dois valores (0 ou 1), e os coeficientes estimados indicam a influência das variáveis explicativas sobre a chance de ocorrência do evento.

16. VIF (Variance Inflation Factor)

Fator de Inflação da Variância. Indicador utilizado para detectar multicolinearidade entre variáveis independentes em modelos de regressão. Valores superiores a 10 sugerem colinearidade severa, o que pode comprometer a interpretação dos coeficientes estimados.

17. ROA (Return on Assets)

Indicador de rentabilidade que mede o lucro líquido em relação ao total de ativos da empresa. Avalia a eficiência da gestão na utilização dos ativos para gerar resultados.

18. ROE (Return on Equity)

Indicador de rentabilidade que mede o lucro líquido em relação ao patrimônio líquido. Reflete o retorno obtido pelos acionistas sobre o capital próprio investido.

19. Dummy

Variável binária (0 ou 1) utilizada para representar categorias qualitativas em modelos estatísticos. Permite a inclusão de efeitos fixos ou a diferenciação entre grupos em análises quantitativas.

20. Disclosure (Divulgação)

Ato de tornar públicas informações financeiras, operacionais ou estratégicas relevantes para os investidores e demais stakeholders. A divulgação adequada é fundamental para a transparência, a eficiência dos mercados e a proteção dos investidores.