

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

WESLEY NUNES DE QUEIROZ

EBITDA VERSUS FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL NAS EMPRESAS
LISTADAS NA BM&F BOVESPA: UM ESTUDO EMPÍRICO

GOIÂNIA

2016

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do
Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Queiroz, Wesley Nunes de
EBITDA VERSUS FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL NAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&F BOVESPA: UM ESTUDO
EMPÍRICO [manuscrito] / Wesley Nunes de Queiroz. - 2016.
23 f.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2016.

Inclui tabelas.

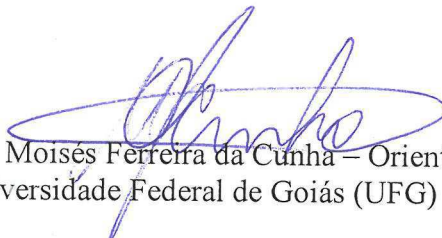
1. EBITDA. 2. Fluxo de caixa operacional. 3. Rentabilidade. 4.
BM&FBovespa. I. Cunha, Moisés Ferreira da, orient. II. Título.

CDU 657

WESLEY NUNES DE QUEIROZ

EBITDA VERSUS FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL NAS EMPRESAS LISTADAS
NA BM&F BOVESPA: UM ESTUDO EMPÍRICO

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha – Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Me. Ednei Morais Pereira – Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Me. Mac Daves de Moraes Freire – Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 12 de dezembro de 2016.

EBITDA VERSUS FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&F BOVESPA: UM ESTUDO EMPÍRICO

Wesley Nunes de Queiroz

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha

Resumo

Este estudo teve como objetivo testar se o indicador EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation e Amortization) representa, adequadamente, a geração operacional de caixa das empresas (FCO). Para tanto, foram levantados, no decorrer do ano de 2016, dados de 350 empresas de capital aberto relativos aos exercícios encerrados em 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015. Foram selecionadas empresas em operação no Brasil que apresentaram atividade operacional durante todo o período em questão. O EBITDA foi calculado utilizando a ECONOMATICA. A geração operacional de caixa, por sua vez, foi obtida mediante consulta aos valores informados na demonstração do fluxo de caixa das companhias disponibilizados na ECONOMATICA. Os resultados evidenciam que EBITDA e FCO não apresentam semelhança na comparação entre as médias nos anos de 2010 a 2013, em 2014 já existe uma indicação de um movimento na semelhança da média e em 2015 as médias já apresentam semelhanças. O teste de correlação entre o EBITDA e o FCO mostraram que possuem correlação, indicando que há uma correlação direta, mas não é possível afirmar nada além disso. Sendo assim não podemos afirmar que o EBITDA pode ser considerado como uma boa métrica do FCO, pois a aproximação das médias ocorreu, de fato, apenas em 2015. Já nos demais anos observou uma significativa diferença entre as variáveis. Contudo foi verificado um movimento de aproximação entre as médias do EBITDA e do FCO.

Palavras-chave: Rentabilidade, EBITDA, Fluxo de Caixa Operacional.

1. Introdução

Com a globalização da economia, a continuidade das empresas está vinculada a atender, da forma mais eficiente possível, as expectativas do mercado. A atual abertura de mercado coloca a competitividade como o principal desafio contemporâneo a ser vencido pelas empresas na busca da viabilidade das suas operações.

Diante do exposto, surge a necessidade de medidas gerenciais que ressaltem melhor as estratégias financeiras e vantagens competitivas empreendidas. As empresas têm buscado indicadores no campo de finanças que sejam formulados de maneira bastante moderna e sofisticada, para atender suas necessidades gerenciais e de demonstrações para agentes externos.

Nesse contexto, o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) aparece como um dos principais indicadores econômico-financeiros (Assaf Neto, 2009) utilizado por empresas de capital aberto e analistas de mercado, o qual serve de referência para avaliação de empresas e revela a capacidade de geração de recursos via operação das organizações. De acordo com Florou, Chalevas (2010), “o EBITDA consiste num poderoso indicador de desempenho financeiro, posto que reflete o potencial de geração de recursos decorrentes das atividades operacionais da empresa”.

Acerca do Fluxo de Caixa Operacional (FCO), Pinho (2006) descreve-o como uma “... movimentação entre a origem de todo o dinheiro que entra na empresa, e a aplicação de todo o dinheiro que sai num determinado período”. “O Fluxo de Caixa Operacional constitui o movimento de entradas e saídas de caixa, bem como as variações no saldo dessa conta” (Castro et al, 2007). “Podemos dizer que a ferramenta Fluxo de Caixa Operacional é um instrumento utilizado com o objetivo de apurar os somatórios de ingressos e desembolsos financeiros da empresa em determinado momento” (ZDANOWICZ, 2004). Resumindo posso dizer que Fluxo de Caixa Operacional é a ferramenta que permite ao gestor planejar, coordenar, organizar e controlar os recursos financeiros da organização empresarial para um determinado período (Fávero et. al 2009).

Temos então um cenário onde o EBITDA é um importante indicador usado por gestores e investidores no seu processo decisório, considerada uma informação não regulada (*non-gaap information*), adotada pelos seus usuários como uma proxy do fluxo de caixa operacional da empresa (Macedo et al, 2008, p. 101). Contudo, cabe uma importante reflexão: Se a diferença entre o EBITDA e o FCO se apresentar significativa, pode invalidar a adoção do EBITDA como proxy do Fluxo de Caixa Operacional. Ainda

não existe um consenso sobre o uso do EBITDA como uma proxy do Fluxo de Caixa Operacional. Alguns estudos validam que o EBITDA e o FCO possuem relação análoga (VICENTE et al, 2007; SOUZA et al., 2008; MACEDO et al., 2012). Outros estudos (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; FREZATTI; AGUIAR, 2007; ZANOLLA; LIMA, 2011) concluíram que o EBITDA e o FCO não apresentam a mesma informação.

Nesse contexto, despertou-se o interesse pela continuidade do estudo na referida temática na tentativa de contribuir para a evolução das pesquisas na área. **Desse modo foi estabelecido como objetivo do presente estudo: verificar a associação entre o Fluxo de Caixa Operacional e o EBITDA entre empresas participantes da BM&FBOVESPA.**

A justificativa desse estudo se deve ao fato de que, em virtude da utilização do EBITDA nas demonstrações financeiras como indicador de desempenho operacional e, sendo ele uma informação voluntária, faz-se necessário verificar se este indicador já está contemplado na DFC, que se tornou uma divulgação obrigatória a partir da Lei 11.638/07 para companhias de capital aberto e para as companhias de capital fechado que apresentam patrimônio líquido superior a R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais). Esta obrigatoriedade vigora desde 01.01.2008.

A Deliberação CVM 641/2010 aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2), que trata da Demonstração do Fluxo de Caixa, regulando essa para todo o mercado de capitais.

Para as Pequenas e Médias Empresas (PMEs), a DFC também é de elaboração obrigatória, conforme item 3.17 (e) da NBC TG 1000. Portanto, independentemente do tipo societário adotado, as entidades devem apresentar o referido demonstrativo, pelo menos anualmente, por ocasião da elaboração das demonstrações financeiras (“balanço”).

Este trabalho está estruturado em cinco tópicos. O presente tópico apresenta a Introdução, que contempla uma breve contextualização do assunto. O tópico seguinte trata do Referencial Teórico sobre conceitos, perspectivas e principais discussões sobre o assunto, o terceiro tópico trata dos Aspectos Metodológicos, da Coleta de Dados, da Amostra e do Teste de Hipótese, o quarto tópico trata da Análise dos Resultados e por fim o quinto tópico trata das Considerações Finais.

2. Revisão Teórica

2.1 Conceito e perspectivas históricas do EBITDA

O EBITDA consiste em uma leitura rápida das linhas de demonstração de resultado que serve para obter uma geração de caixa aproximada. Esse indicador representa o quanto a empresa gera de recursos apenas em sua atividade, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos, sendo assim, um importante indicador para avaliar a qualidade operacional da empresa.

A pesquisa de Murcia (2009) analisou o *disclosure* voluntário das 100 maiores companhias de capital aberto no Brasil e constatou que mais de 80% dessas empresas já divulgavam o EBITDA de forma voluntária, juntamente com as suas demonstrações contábeis e relatórios financeiros. Castro *et al.* (2007) também verificaram que esse indicador é importante na tomada de decisão gerencial. De acordo com os resultados dessa pesquisa, que analisou os principais indicadores econômico-financeiros utilizados por profissionais que cursavam MBA na Fundação Getúlio Vargas, o EBITDA foi considerado um dos indicadores mais importantes para a gestão financeira das empresas.

Souza *et al.* (2008) discorrem que o EBITDA representa um indicador de geração de caixa operacional, pois desconsidera as despesas e receitas operacionais que não afetam o caixa, considerando somente os resultados de natureza operacional que influenciam as disponibilidades.

Coelho (2005) comenta que o surgimento do EBITDA está atrelado a auxiliar tempestivamente o potencial de geração de caixa gerado pela operação da empresa que permite comparar empresas globalmente, independentemente de sua estrutura de ativos e passivos e regras fiscais existentes. O autor ainda afirma que a essência do EBITDA não está correlacionada com a precisão numérica, mas sim em consonância com a tempestividade e comparabilidade da informação.

De acordo com Costa (2010), o EBITDA começou a ser utilizado na década de 70, nos Estados Unidos, a princípio apenas por analistas. Ganhou notoriedade quando investidores mais arrojados perceberam sua eficácia na hora de detectar a capacidade de uma empresa endividada conseguir gerar caixa. Em 2000, de acordo com o referido autor, o indicador já estava completamente integrado e assimilado pelo mercado.

Fazendo um breve histórico de sua utilização, a pesquisa de McDonnell (2001) demonstra que, com o tempo, o EBITDA transformou-se em uma ferramenta de medição

de fluxo de caixa nas empresas próximas da falência. Mais tarde, foi utilizado em empresas com ativos de longo prazo e, hoje, ele é usado por empresas de diversos os setores.

Quadro 1 – Cálculo do *EBITDA*

Resultado Líquido do exercício
+ Tributos Sobre o Lucro
+ Despesas Financeiras Líquidas das Receitas
+ Depreciações, Amortizações e Exaustões
= <i>EBITDA</i>

Fonte: Instrução CVM 527/2012.

2.2 Conceito e perspectivas históricas do FCO

Assaf Neto e Silva (1997, p. 35) descrevem o Fluxo de Caixa como:

[...] um instrumento que relaciona os ingressos e saídas (desembolsos) de recursos monetários no âmbito de uma empresa em determinado intervalo de tempo. A partir da elaboração do fluxo de caixa é possível prognosticar eventuais excedentes ou escassez de caixa, determinando-se medidas saneadoras a serem tomadas. (Assaf Neto e Silva, 1997, p.35).

Frezatti (1997) é categórico ao afirmar que “o fluxo de caixa operacional relaciona às entradas e saídas referentes às atividades operacionais da empresa”. Gazzoni (2008) ainda complementa afirmando que “o fluxo operacional se relaciona diretamente à produção e a venda dos produtos e serviços da empresa.

Conforme Iudícibus, Martins e Gelbeck (2000) o objetivo principal do fluxo de caixa é gerar informações sobre os pagamentos e recebimentos monetários de uma empresa em um dado período de tempo.

Salotti e Yamamoto (2004) abordam que o fluxo de caixa operacional destina-se a vários objetivos, tais como, para tomada de decisões gerenciais, avaliação de empresas e análise de desempenho.

Pinho (2006) ilustrou que o objetivo do Fluxo de Caixa “é demonstrar o movimento financeiro em um período em termos de saída e entrada de dinheiro, bem como o resultado dessa movimentação”. Este instrumento visa ainda prover ao gestor a possibilidade de elaborar um melhor planejamento financeiro, de modo que possa manter o necessário para honrar com os compromissos e ainda decidir por novos investimentos.

Pinho (2006) mostrou que o fluxo operacional pode ser classificado como uma categoria de atividades normalmente decorrente da operação da empresa, ou seja, referem-se às atividades cotidianas tais como o recebimento de venda de produtos ou

serviços, ou ainda o pagamento de fornecedores, despesas operacionais, salários, encargos sociais, entre outros.

Damodaran (2007) visualizou o Fluxo de Caixa como “a ferramenta adequada para um bom controle financeiro de curto prazo, ou seja, um acompanhamento das entradas e saídas de recursos financeiros no caixa da empresa”. Ele também entende o fluxo de caixa como “uma ferramenta adequada para um bom controle financeiro de curto prazo [...], ou seja, um acompanhamento das entradas e saídas de recursos financeiros no caixa da empresa”.

Neste caso, de acordo com Gazzoni (2008) a literatura acadêmica apresenta três componentes da Demonstração do Fluxo de Caixa: o fluxo operacional, o fluxo de investimento e o fluxo financeiro. Para esta pesquisa foi utilizado o Fluxo de Caixa Operacional, partindo da DFC.

Fávero *et. al* (2009) resumiu o Fluxo de Caixa “como uma planilha pela qual o gestor exerce planejamento dos recursos monetários da empresa, através das entradas e saídas de dinheiro do caixa”. Ele também afirma que existem vários tipos de fluxos de caixa para diversas finalidades, dentro de uma organização, tais fluxos de caixa compõem o Fluxo de Caixa Gerencial.

O FCO envolve “todas as atividades relacionadas com a produção e entrega de bens e serviços e os eventos que não sejam definidos como atividades de investimento e financiamento” (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

Uma limitação presente na FCO consiste no fato de que, para sua apresentação, os fluxos são apresentados segundo as atividades: operacional, investimento e financiamento, sendo que essa classificação pode acarretar ambiguidades. Atrelado a esse fato, o CPC 03 permite classificações alternativas, o que possibilita comportamentos oportunistas, prejudicando a comparabilidade entre empresas, possibilitando o gerenciamento dos fluxos de caixa, consequentemente, prejudicando a relevância da informação contábil (MACEDO *et al.*, 2011).

Ainda a respeito das críticas acerca da normatização da Demonstração do Fluxo de Caixa, é mister salientar que, com as convergências para as normas internacionais, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis possui, de fato, pouca liberdade para quaisquer alterações no formato e no escopo da referida Demonstração. Isso porque os Pronunciamentos Técnicos, Interpretações e Orientações emitidos pelo CPC não podem estar em desacordo com as normas internacionais emitidas pelo IASB. Afinal, caso isso acontecesse, a convergência das normas brasileiras com as normas internacionais não seria atingida (MACEDO *et al.*, 2011).

A seguir temos a estrutura para calcular o FCO pelo método direto e indireto.

Quadro 2 – Cálculo do *FCO* Método Direto

Fluxo de Caixa
Das Atividades Operacionais
(+) Recebimentos de Clientes e outros
(-) Pagamentos a Fornecedores
(-) Pagamentos a Funcionários
(-) Recolhimentos ao Governo
(-) Pagamentos a Credores Diversos
(=) Disponibilidades geradas/aplicadas pelas Atividades Operacionais

Fonte: Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2)

Quadro 3 – Cálculo do *FCO* Método Indireto

Fluxo de Caixa
Das Atividade Operacionais
(+) Lucro líquido antes do IR e CSLL
(+) Depreciação
(+) Perda cambial
(-) Resultado de equivalência patrimonial
(+) Despesas de juros
(-) Aumento nas contas a receber de clientes e outros
(+) Diminuição nos estoques
(-) Diminuição nas contas a pagar – fornecedores
(=) Caixa gerado pelas operações
(-) Juros pagos
(-) Imposto de renda e contribuição social pagos
(-) Imposto de renda na fonte sobre dividendos recebidos
= Disponibilidades líquidas geradas/aplicadas pelas atividades operacionais

Fonte: Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2)

2.3 Relação entre EBITDA e FCO

Conforme *Gazzoni (2003)* o fluxo de caixa é um instrumento que possibilita o planejamento e o controle dos recursos financeiros de uma entidade e, pode ser considerado na esfera gerencial, como indispensável para o processo decisório.

Santos e Schmidt (2009) disseram que uma das principais razões que retardou a instituição da DFC pelos órgãos reguladores é o fato de que a profissão contábil é muito apegada ao regime de competência e possui uma aversão grande ao regime de caixa, especialmente no que diz respeito à mensuração do desempenho operacional da entidade.

Sendo assim, considera-se que a DFC foi substituindo gradativamente a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) em nível internacional,

chegando institucionalmente ao Brasil em 2007, por meio da Lei 11.638/07 e Deliberação CVM nº 547/08. Entretanto, apesar da não obrigatoriedade anteriormente à promulgação da Lei 11.638/07, muitas empresas divulgavam essas informações nas suas demonstrações contábeis.

Um dos problemas observados na DFC consiste na classificação das entradas e saídas de caixa, segundo a natureza da transação que por vezes pode acarretar em distorções. A exemplo, os fluxos de caixa referentes a juros, dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos e pagos podem ser classificados quer como atividade operacional, de investimento ou de financiamento (MACEDO et al. 2011, p. 306).

Para Frezatti (1997 apud QUINTANA, 2004), em algumas organizações, o fluxo de caixa serve como um instrumento tático, referindo-se a um uso restrito e de acompanhamento do fluxo de caixa. Em outras organizações o nível é maior, ou seja, é estratégico e afeta o nível de negócios da empresa no curto prazo, e principalmente no longo prazo, assim o fluxo de caixa tem efeito sobre questões ligadas às decisões realmente estratégicas da empresa.

Em se tratando de FCO, Francisco *et al.* (2010) enfatizou que ele corresponde a principal atividade de aplicação de recursos, além de relacionar-se com as receitas e gastos decorrentes de mercadorias e prestação de serviços, mantendo uma relação com o Capital Circulante Líquido da empresa. Assim, tal fluxo representa as principais movimentações originárias das atividades operacionais da entidade.

Entretanto, apesar da aproximação do EBITDA com o FCO, alguns autores afirmam que ambos não se confundem e são instrumentos de análise distintos.

O EBITDA não deve ser confundido com fluxo de caixa para a empresa, que é a melhor mensuração de quanto caixa uma empresa está gerando, porque leva em conta o lucro, acrescenta as despesas que não impactam o caixa (depreciação, exaustão, amortização, provisões) e inclui as variações dos investimentos em ativos fixos e no capital de giro, as quais também geram ou consomem caixa (variações em contas a receber, contas a pagar, estoques, etc.). Assim, é perfeitamente factível uma empresa ter EBITDA positivo e fluxo de caixa negativo (Francisco *et al.*, 2010).

De acordo com Quintana (2004) a Geração Operacional de Caixa representa o caixa gerado pelo Lucro Operacional independente das variações havidas nos saldos das contas do ativo ou do passivo. Embora os objetivos do fluxo de caixa da atividade operacional sejam os mesmos do EBITDA, ou seja, apurar o caixa gerado pelo negócio, difere-se deste em três pontos:

- O EBITDA parte do resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. O fluxo de caixa da atividade operacional parte do lucro líquido do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro.
- O fluxo de caixa da atividade operacional não inclui o fluxo das participações acionárias; o EBITDA inclui.
- O fluxo de caixa da atividade operacional expurga os efeitos de todas as despesas que não geraram saída de caixa e de todas as entradas que não geraram entrada de caixa; o EBITDA só expurga os efeitos da depreciação e da amortização. Este detalhe representa um grande avanço do fluxo de caixa da atividade operacional em relação ao EBITDA.

Apesar da semelhança de cálculo entre EBITDA e FCO, o primeiro ainda é um indicador econômico-financeiro pouco mencionado por autores da área contábil/financeira. O máximo que se encontra é a menção do seu cálculo e uma breve explicação do seu significado. No entanto, Eastman (1997) revelou que apesar de o indicador receber pouca atenção na literatura, continuou a ser um indicador favorito entre os analistas do mercado de capitais, e é tido como a medida mais popular de geração de fluxo de caixa entre agentes de crédito.

Hamilton (2003, p. 48), acerca da importância dada ao EBITDA pelos analistas de crédito, mencionou: “não jogue fora o EBITDA como uma métrica, compreenda-o e também suas limitações, e utilize outras métricas e relatórios para completar a análise do fluxo de caixa.”.

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

A comparação entre EBITDA e Fluxo de Caixa Operacional e a temática que os envolve é recorrente, já que ambos estão fortemente relacionados.

O estudo de Salotti e Yamamoto (2005) teve como objetivo avaliar a adequação de uma técnica existente para estimar o FCO: o EBITDA. Permitiu-se concluir que o EBITDA não pode ser considerado como uma aproximação do Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Na pesquisa efetuada, das 70 empresas da amostra, apenas 14 apresentaram diferenças entre mais ou menos 10% entre o EBITDA e o FCO.

Vicente *et al.* (2007) compararam o EBITDA com a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), pelo método indireto, e concluíram que ambos medem o fluxo de caixa, porém com algumas diferenças nas finalidades: o EBITDA para identificar o caixa livre gerado pelas operações no período de competência e a DFC para identificar como o saldo de caixa foi alterado, de um exercício para outro.

Frezatti e Aguiar (2007) analisaram do ponto de vista gerencial o potencial e as principais limitações do EBITDA como indicador financeiro de longo prazo tomando como base de pesquisa três empresas de telefonia celular no Brasil. A conclusão desses autores foi análoga às conclusões anteriores. Eles constataram que o EBITDA não reflete a geração de caixa operacional e pode distorcer a visão dos gestores internos e o direcionamento de ações para um foco que não proporcione respostas adequadas à demanda das empresas. Sendo assim, para aquelas entidades que, por motivos corporativos, necessitam considerar o EBITDA, os autores recomendam a utilização de alguns indicadores adicionais como o *Economic Value Added* (EVA) e o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL).

Souza et al. (2008) fizeram um estudo buscando investigar quais seriam as informações contábeis voluntárias mais evidenciadas em empresas do sul do Brasil no ano de 2006. Os autores analisaram a evidenciação das seguintes informações voluntárias: DFC, Demonstração do Valor Adicionado (DVA), Balanço Social (BS), Intangíveis e EBITDA. Concluíram que o EBITDA foi a divulgação espontânea mais recorrente, seguida por Intangíveis e DFC. Além disso, os autores mencionaram que no tocante à relação entre as evidenciações analisadas, as publicações de DFC e DVA podem ser explicadas pela apresentação do EBITDA.

Zanolla e Lima (2011) constataram que o Fluxo de Caixa Operacional desenvolvido por Michel Fleuriet (FCOMF) avalia melhor a saúde financeira das empresas e apresenta resultados mais prudentes e conservadores, enquanto o EBITDA apresenta uma melhor imagem da empresa, já que gera um fluxo de caixa superior às demais medidas e, com isso melhora a posição financeira da entidade.

Macedo et al. (2012) analisaram a relevância do EBITDA sob a perspectiva do *value relevance* e buscaram, concomitantemente comparar a relevância desse indicador com o FCO. Os resultados apontaram que o EBITDA pode realmente representar uma proxy adequada do FCO, visto que os dois possuem correlação. Além disso, embora ambos se mostrem significativos, observou-se que o EBITDA apresenta maior poder de explicação do comportamento do preço das ações do que o FCO. Também foi possível

constatar que o FCO só se mostra como indicador relevante após a primeira fase do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, que torna obrigatória a publicação da DFC, enquanto o EBITDA aparece sempre como uma informação relevante.

Merece destaque especial o estudo de Maragno, Borba e Fey (2014) que buscou verificar as diferenças em relação à metodologia de cálculo da divulgação do EBITDA em conformidade com a Instrução CVM nº 527/12. Como resultado obtiveram que após a edição da norma, a maioria das empresas apresentou o EBITDA de acordo com a determinação da CVM. Devido ao fato de não existirem sanções ou punições, foi observado que algumas empresas continuam a gerenciar o cálculo, adicionando ou excluindo itens ao EBITDA de acordo com critérios individuais.

Especificamente, na temática estudada pelo presente artigo, alguns estudos anteriores tiveram o objetivo de levantar a existência de diferenças significativas entre o EBITDA e o FCO, apresentados no Quadro 4.

Quadro 4 – Relação entre EBITDA e FCO em estudos anteriores

EBITDA E FCO não apresentam a mesma informação	
Salotti e Yamamoto (2005)	EBITDA não reflete a geração de caixa operacional e pode distorcer a visão dos gestores e a tomada de decisões.
Frezatti e Aguiar (2007)	EBITDA não reflete a geração de caixa operacional e pode distorcer a visão dos gestores e a tomada de decisões.
Zanolla e Lima (2011)	EBITDA e FCO apresentam uma geração de caixa diferente: O EBITDA traz uma melhor geração de caixa. O FCO desenvolvido por Michel Fleuriet (FCOMF) gera valores mais conservadores e reflete melhor a saúde financeira da empresa.
EBITDA e FCO possuem relação análoga	
Vicente et al (2007)	EBITDA e DFC medem o fluxo de caixa, com diferenças nas finalidades.
Souza et al. (2008)	A publicação da DFC pode ser explicada pela apresentação do EBITDA.

Macedo et al. (2012)	EBITDA pode realmente representar uma proxy adequada do FCO, visto que os dois possuem correlação.
----------------------	--

Fonte: O autor

O estudo de Moreira et al (2014), que analisou se existe diferença significativa entre o EBITDA e o FCO em empresas do setor de telecomunicações, teve como resultado que para o primeiro e segundo trimestres dos anos estudados, o EBITDA e o FCO apresentaram diferenças significativas, mas para o terceiro e quarto trimestres dos anos estudados os dois não se diferem estatisticamente. O que os autores justificam é que comportamentos diferentes entre as significâncias das médias nos trimestres estão associados ao fato de existir uma interação significativa entre trimestres e relatórios.

Diante do exposto essa pesquisa tem a seguinte hipótese: existem diferenças significativas entre o EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional.

3. Aspectos Metodológicos

Adotou-se, no que se refere à classificação da pesquisa quanto aos objetivos, a pesquisa descritiva que, segundo Andrade (2004), apresenta as características de uma determinada situação sem a interferência do pesquisador, permitindo, assim, a observação, o registro, a análise, a classificação e a interpretação dos fatos. A aplicação desse tipo de pesquisa é adequada para a abordagem proposta, uma vez que as informações serão coletadas e analisadas de forma a possibilitar o estudo dos dados sem que isso modifique o ambiente existente, afinal a principal fonte de pesquisa são as demonstrações contábeis já divulgadas e de acesso público.

Em relação à abordagem do problema, este trabalho classifica-se como quantitativo, pois requer a utilização de ferramentas de quantificação a partir de dados numéricos e estatísticos. Silva e Menezes (2001) definem a abordagem quantitativa como sendo aquela que “considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”.

Quanto aos procedimentos técnicos adotados na coleta de dados, a pesquisa será do tipo bibliográfica e documental. Gil (2002) corrobora que “a pesquisa documental se vale de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa”.

Quanto ao período de análise elegeu-se os anos de 2010 a 2015, por se tratarem

de períodos pós-convergência às normas internacionais que resultou também no estabelecimento da obrigatoriedade de divulgação da DFC para as companhias que se enquadram neste estudo.

3.1 Coleta de Dados, População e Amostra

O objeto desse estudo são as empresas listadas na BM&FBovespa. Para a coleta de dados foi utilizado o sistema ECONOMÁTICA, tendo como população todas as 681 empresas disponíveis. A amostra foi selecionada dentro da referida população tendo como parâmetro a disponibilidade das informações do FCO e do EBITDA divididos pelo ativo total, nos anos de 2010 a 2015, o que reduziu a amostra final para 350 empresas. Uma explicação para essa redução pode ser devido a convergência às normas internacionais e a melhores técnicas de mensuração.

3.2 Testes de Hipótese

Para verificar a ocorrência de diferenças significativas foi feito uso do Teste de Médias para Amostras Independentes. Assim, foi aplicado inicialmente o teste de normalidade *Kolmogorov-Smirnov* e, foi constatada que a amostra não possui normalidade foi então aplicado o teste não-paramétrico, “*Teste de Mann-Whitney Amostras Independentes*”, para comparação das médias, com o intuito de verificar se existem diferenças significativas entre o EBITDA e o FCO.

Para responder à questão central de pesquisa, o teste de hipótese tem como hipótese nula a seguinte:

$$H_0: \text{Média FCO} = \text{Média EBITDA}$$

Os dados coletados foram originalmente exportados da ECONOMÁTICA em planilhas eletrônicas do software Excel – Microsoft e, posteriormente, copiados e processados no software SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*.

Na Tabela 01 podemos verificar o resultado do teste de normalidade.

Tabela 01

Teste de Normalidade				
	Grupo	Kolmogorov-Smirnov ^a		
		Estatística	Gl	Sig.
Ano_2010	EBITDA	,082	350	,000
	FCO	,123	350	,000
Ano_2011	EBITDA	,081	350	,000

	FCO	,107	350	,000
Ano_2012	EBITDA	,097	350	,000
	FCO	,170	350	,000
Ano_2013	EBITDA	,150	350	,000
	FCO	,087	350	,000
Ano_2014	EBITDA	,167	350	,000
	FCO	,118	350	,000
Ano_2015	EBITDA	,144	350	,000
	FCO	,122	350	,000

a. Correlação de Significância de *Lilliefors*

Fonte: resultados da pesquisa

Na tabela acima pode constatar que a normalidade da amostra selecionada não corresponde a uma normalidade padrão, foi aplicado o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, que exige que uma amostra apresente “sig.” superior a 0,05 para constatar significância na amostra. De acordo com Fávero *et. al*, 2009 quando o teste de normalidade apresenta sig. Inferior a 0,05, a amostra analisada é não-paramétrica. De acordo com o mesmo autor o teste de comparação de médias para amostra não paramétrica é o teste de *Mann-Whitney* Amostras Independentes.

Ou seja, o teste utilizado (teste de *Kolmogorov-Smirnov*) rejeitou a hipótese nula de normalidade ($p < 0,05$), indicando que as variáveis não seguem distribuição normal e que, portanto, deveriam ser comparadas mediante o uso de testes não paramétricos (Tabela 01).

Quadro 5 – Detalhes do Procedimento da Pesquisa

Passo	Detalhes
1	Realização de testes de normalidade para as variáveis EBITDA e FCO
2	Realização do Teste de Mann-Whitney Amostras Independentes.
3	Realização de Teste de Correlação de <i>Spearman</i> (não-paramétrico)

Fonte: o autor

4. Análise dos Resultados

Conforme o quadro acima, o primeiro procedimento envolveu a realização de testes de normalidade para todas as variáveis (EBITDA e FCO) para todos os anos. O procedimento seguinte envolveu a realização do teste Teste de *Mann-Whitney* Amostras Independentes (não paramétrico). Os resultados estão apresentados na Tabela 2.

Tabela 02**Teste Mann-Whitney**

Estatísticas de teste^a						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Z	-5,696	-5,334	-4,371	-4,226	-3,126	-1,057
Sig.	,000	,000	,000	,000	,002	,290

a. Variável de Agrupamento: Grupo

Fonte: resultados da pesquisa

Constatou-se, portanto, que o procedimento aplicado (Teste de Mann-Whitney Amostras Independentes entre os valores de EBITDA e FCO) sinalizou que nos anos de 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014 o EBITDA possui diferença estatística com o FCO, situação que muda no ano de 2015, onde a significância entre as amostras foi de 0,290 ano este que o teste não rejeitou H₀, ou seja, apresentou média estatisticamente igual, tendo assim similaridade relevante entre a amostra analisada.

É interessante observar que no ano de 2014 já ocorreu um “sig.” Diferente de zero e que se analisar o “Z” podemos verificar uma tendência crescente todos os anos, culminando em 2015 onde as médias já apresentam semelhança estatística. Possivelmente tal fato ocorre devido à convergência das normas internacionais, e à melhores modelos de mensuração dos dados (menos gerenciamento). Tal situação carece de mais estudos no futuro para verificar ou refutar essa convergência nas médias.

Tabela 03

Correlações de Spearman (rô de Spearman)							
		Dados_2010	Dados_2011	Dados_2012	Dados_2013	Dados_2014	Dados_2015
2010	Coefficiente de Correlação	1,000	,743**	,666**	,624**	,537**	,513**
	Sig. (bilateral)	.	,000	,000	,000	,000	,000
	N	700	700	700	700	700	700
2011	Coefficiente de Correlação	,743**	1,000	,716**	,632**	,567**	,521**
	Sig. (bilateral)	,000	.	,000	,000	,000	,000
	N	700	700	700	700	700	700
2012	Coefficiente de Correlação	,666**	,716**	1,000	,757**	,658**	,614**
	Sig. (bilateral)	,000	,000	.	,000	,000	,000
	N	700	700	700	700	700	700
2013	Coefficiente de Correlação	,624**	,632**	,757**	1,000	,758**	,657**
	Sig. (bilateral)	,000	,000	,000	.	,000	,000

	N	700	700	700	700	700	700
2014	Coefficiente de Correlação	,537**	,567**	,658**	,758**	1,000	,695**
	Sig. (bilateral)	,000	,000	,000	,000	.	,000
	N	700	700	700	700	700	700
2015	Coefficiente de Correlação	,513**	,521**	,614**	,657**	,695**	1,000
	Sig. (bilateral)	,000	,000	,000	,000	,000	.
	N	700	700	700	700	700	700

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

Fonte: resultados da pesquisa

No teste de correlação foi aplicado a correlação de *Spearman* que é uma medida de correlação não-paramétrica, isto é, ele avalia uma função monótona arbitrária que pode ser a descrição da relação entre duas variáveis, sem fazer nenhuma suposição sobre a distribuição de frequências das variáveis. Ao contrário do coeficiente de correlação de Pearson, não requer a suposição que a relação entre as variáveis é linear, nem requer que as variáveis sejam medidas em intervalo de classe; pode ser usado para as variáveis medidas no nível ordinal, sendo então a opção mais adequada à esta pesquisa.

Pode-se observar (Tabela 3) que, para todos os anos avaliados, as correlações foram positivas e estatisticamente significantes. Isso significa que há uma relação direta entre EBITDA e FCO. Em outras palavras, isso indica que quanto maior o EBITDA observado, maior tende a ser o FCO, e vice-versa.

Considera-se, entretanto, que a existência de correlação entre as variáveis não representa que o EBITDA é um bom indicador do FCO. Indica apenas que as variáveis caminham no mesmo sentido.

5. Considerações Finais

No presente estudo, se constatou a diferença significativa das médias entre as variáveis *EBITDA* e *FCO*, para os anos de 2010 a 2014 e apenas para o ano de 2015 foi constatado similaridade entre as médias EBITDA e FCO.

Sendo assim posso concluir que o tema central da pesquisa foi satisfeito, dentro das limitações da presente pesquisa, onde não é possível afirmar que o EBITDA é uma proxy do FCO, em outras palavras, o FCO não contempla em seus cálculos o EBITDA.

Não é possível, portanto afirmar que apenas o FCO é suficiente para demonstrar a saúde econômica da empresa, mas o EBITDA pode ser utilizado como um indicador a mais.

Macedo *et al.* (2012) compararam a relevância do EBITDA com o FCO, recorrendo, para tanto, à análise de correlação. O período analisado envolveu os anos de 2006 a 2010. de análise, assim distribuídas: 82 empresas em 2006; 131 em 2007; 161 em 2008; No total, amostra foi composta de 687 unidades, sendo 151 em 2009; 162 em 2010. O diferente número de empresas, para cada ano examinado, indica que nem todas participaram de todos os períodos estudados. Os resultados apurados por Macedo et al. (2012) evidenciaram que “o EBITDA pode realmente representar uma proxy adequada do FCO”, visto que “ambos estão bem correlacionados ($r = 0,847$ com $p\text{-valor} = 0,000$)” (MACEDO et al., 2012, p. 117).

No presente estudo, também se constatou a existência de correlação entre as variáveis EBITDA e FCO, utilizando, para tanto, o coeficiente de correlação de *Spearman* (dados não paramétricos). Com o procedimento, foram observadas correlações positivas e estatisticamente significantes para todos os anos analisados. Entretanto, acredita-se que isso permite afirmar, tão somente, que há uma correlação direta entre EBITDA e FCO. Ou seja, quanto maior for o EBITDA observado, maior tende a ser o FCO, e vice-versa. A afirmação, baseada no emprego da análise de correlação de que o EBITDA é uma proxy adequada do FCO (MACEDO et al., 2012) não parece procedente, mesmo diante de correlação observada em 2015, visto que esta apenas indica que as variáveis estão associadas, sem considerar a magnitude das diferenças entre elas.

Por meio da análise dos estudos que correlacionam esses indicadores foi possível verificar que, pra alguns autores o EBITDA e o FCO não representam a mesma informação (situação observada nas análises de 2010 a 2014) e o FCO informa melhor a saúde financeira da empresa, enquanto o EBITDA favorece a imagem da empresa, pois tende a ser superior.

Outros autores defendem que existe uma sutil relação entre eles, onde o EBITDA explica melhor a variação dos preços das ações, sendo preferido pelo mercado, enquanto o FCO retrata melhor a saúde financeira e é preferido nas projeções e planejamentos estratégicos da administração.

O presente estudo ratifica, mediante o emprego de uma amostra recente (anos 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014) e mais ampla ($n = 350$), composta por empresas obrigadas a apresentação padronizada da demonstração do fluxo de caixa, tendo como base o EBITDA calculado, nos termos da Instrução CMV 527/2012, as descobertas de Salotti e Yamamoto (2005), no sentido de que o EBITDA não é, efetivamente, uma boa métrica

para indicar o potencial da geração operacional de caixa das empresas, apesar destes elementos apresentarem altas correlações.

No entanto, encontrei uma indicação que merece muita atenção, que é uma provável convergência do EBITDA e do FCO onde a média de ambos se aproximaram a cada ano, chegando no último ano analisado (2015) a apresentarem média estatisticamente semelhante.

Uma das limitações do presente estudo é a não realização de análises segmentadas (por setores de atuação, por situação financeira – solvência ou insolvência, por porte da empresa, por exemplo). A segmentação das empresas poderia indicar resultados diferentes para distintos grupos analisados. Este é um procedimento recomendável para estudos adicionais sobre o tema.

6. Referências

ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004. #

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009. #

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. SP. Atlas. 2001.

ASSAF NETO; SILVA, Alexandre; TIBÚRCIO, César Augusto. **Administração do Capital de Giro**, 2ª ed. São Paulo: Atlas 1997. #

BMF&BOVESPA – Regulamento de Listagem do Novo Mercado Brasil. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>, Acessado em 22/11/14. #

BMF&BOVESPA – Segmentos de Listagem e definição do Novo Mercado. Disponível em: <http://bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br>

BORGES, Ana. **Cálculo do EBITDA gera Polêmica no Mercado. Revista Relações com Investidores**, São Paulo, n. 96, p. 15-16, Fev. 2006.

CASTRO, M.; MURCIA, F. D.; BORBA, J.; LOESCH, C. Principais Indicadores e Ferramentas utilizados pelos gestores: uma análise estatística da percepção dos alunos de MBA da Fundação Getúlio Vargas. **Revista de Gestão USP**, v. 14, n. 3, p. 49-69, 2007.
#

COELHO, Fabiano Simões. EBITDA: a busca de uma melhor compreensão do maior *vox populi* do mercado financeiro. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, Ano VI, n. 26, p. 41- 49, Nov./Dez. 2004 a Jan. 2005.#

COSTA, Ana Clara. Ebitda: essa moda pode acabar? **Revista Veja**, São Paulo, novembro 2010. Disponível em: <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/ebitda-essa-moda-pode-acabar> – Acesso em 21 nov. 2014.#

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa. Brasília: CPC, 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=17> – Acesso em 21 nov. 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SNC Nº 13/2010**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp> - Acesso em 21 nov. 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado%20inst527.asp> – Acesso em 21 nov. 2014.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.#

EASTMAN, K. (1997). “EBITDA: An Overrated Tool For Cash Flow Analysis”. **Commercial Lending Review**, V. 12, N. 5, Spring.#

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L. da; CHAN, B. L. **Análise de dados – modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2009. #

FLOROU, C.; CHALEVAS, C. Key Accounting value drivers that affect stock returns: evidence from Greece. **Managerial Finance**, v. 36, n. 11, p. 921-930, 2010. #

FRANCISCO, J. R. S. ; ASSIS, A. R. ; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. **Demonstração de Fluxo de Caixa – Atividade Operacional versus Indicadores Financeiros de Liquidez: Análise da Gestão Financeira**. #

FREZATTI, Fábio. **Gestão do fluxo de caixa diário**. São Paulo : Atlas, 1997. #

FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Anderson Braga de. **EBITDA: Possíveis Impactos Sobre o Gerenciamento das Empresas**. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 7-24, Set./Dez. 2007.

GARCIA, ADALBERTO ESCALONA G.; METTE FREDERIKE MONIKA BUDINER – **EBITDA E FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL: UM ESTUDO EMPÍRICO**, Rio Grande do Sul, Dez. 2015.

GAZZONI, Elizabeth Inez – **Fluxo de Caixa como Ferramenta de Controle Financeiro para a Pequena Empresa** – Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/85831/198309.pdf?sequence=1> – Acessado em 22/11/2014. #

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991. #

HAMILTON, Brian. **EBITDA: Still Crucial to Credit Analysis**. **Comercial Lending Review**. Set. 2003. #

IUDICÍBUS, S. et al. **Manual de Contabilidade Societária**. São Paulo: Atlas, 2010. #

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade de Sociedade por Ações (Aplicável a demais Sociedades)**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.#

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; MURCIA, F. D.; MACHADO, M. A. V. – **Demonstração Análise da Relevância do EBITDA versus Fluxo de Caixa Operacional no Mercado Brasileiro de Capitais**.#

MARAGNO, L. M. D., BORBA, J. A., & FEY, V. A. **Como as empresas mais negociadas no BM&FBovespa divulgam o EBITDA?** Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, 19(1), pp. 58-79, 2014.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa**. 2ª Ed. Rev. e Ampl. São Paulo: Atlas 1990.#

MCDONNELL, Sharon. EBITDA. **Computerworld**. 2001. Disponível em: <http://www.computerworld.com/s/article/55895/EBITDA>. Acesso em 22 nov. 2014.#

MOREIRA, A. T, JONES, G. D. C, TAVARES, M., FEHR, L. C. F. A., SILVA FILHO, O. A. **Um estudo comparativo do EBITDA e do Fluxo de Caixa Operacional em empresas brasileiras do setor de telecomunicações**. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, 4 (3), pp. 5-22, 2014.

MURCIA, F. **Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.#

PINHO, Adelino Dias. **Demonstração dos Fluxos de Caixa**. Boletim IBRACON nº 220, 2006.#

QUINTANA, Alexandre Costa. **Análise da utilização da Demonstração do Fluxo de Caixa como um instrumento de Gestão Financeira nas Sociedades Anônimas de Capital Aberto do Estado do Rio Grande do Sul**. 2004. Dissertação. (Mestrado) –

Universidade Federal de Santa Catarina, Programa de Pós-Graduação em Administração – UFSC, SC, Florianópolis.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mityio. **Um estudo empírico sobre o EBITDA como representação do fluxo de caixa operacional - estudo em empresas brasileiras**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2005, São Paulo. **Anais do 5º Congresso USP Controladoria e Contabilidade**, 2005.#

SANTOS, Aníbal César Jesus dos – Semanal de Investimentos Ágora Corretora, disponível em: <https://www.agorainvest.com.br/login-ok?origem=http://www.agorainvest.com.br/analises-noticias/analises-de-investimentos/semanal-de-economia.asp>, acessado em 19/11/14.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo; FERNANDES, Luciane Alves. **Demonstrações Contábeis das Companhias Abertas**. De acordo com nova deliberação CVM nº 488/2005. São Paulo: Atlas 2006.#

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.#

SOUZA, Marcos Antonio de; CRUZ, Ana Paula C. da; MACHADO, Débora G.; MENDES, Roselaine da Cruz. **Evidenciação voluntária de informações contábeis por companhias abertas do sul brasileiro**. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 4, n. 4, p. 39-56, Out./Dez. 2008.#

VICENTE, Ernesto F. R.; NAKAO, Silvio H.; SILVA, Guilherme J. da; PFITSCHER, Elisete D. **Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA**. In: XIV Congresso Brasileiro de Custos, 2007, João Pessoa, PB. **Anais do XIV Congresso Brasileiro de Custos**, 2007.#

ZANOLLA, Ercílio; LIMA, Álvaro Vieira. **Fluxo de recursos operacionais: Estudo Comparativo entre métodos, aplicado em amostra de empresas industriais**

brasileiras. Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (Online), Rio de Janeiro, v. 16, n.2, p. 116-132, Maio./Ago. 2011. Disponível em: <http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5435/4131>, acessado em 20/11/14. #

ZDANOWICZ, José Eduardo. **Fluxo de Caixa: uma decisão de planejamento e controle financeiros**, 8ª ed. Porto Alegre: Sagra Luzzato, 2004. #