



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**AS MEDIDAS DE DESEMPENHO NON-GAAP MAIS VALORIZADAS
PELOS INVESTIDORES EUROPEUS**

ANA RITA DA SILVA ALMEIDA

OUTUBRO – 2019



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

AS MEDIDAS DE DESEMPENHO NON-GAAP MAIS VALORIZADAS
PELOS INVESTIDORES EUROPEUS

ANA RITA DA SILVA ALMEIDA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA SILVA

OUTUBRO - 2019

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Resumo

O principal objetivo deste estudo passa por determinar quais as medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus. Para tal, foram analisadas 2005 empresas cotadas europeias durante um período de 11 anos (2008 a 2018). Foram desenvolvidos dois modelos baseados na metodologia de Barton *et al.* (2010), adaptada por Aliabadi *et al.* (2013) e aplicada para as medidas *non-GAAP* por forma a identificar qual a mais relevante, sendo que um dos modelos mede a relação entre o *Return* e as várias medidas *non-GAAP* (ótica de curto-prazo) e o outro a relação entre as mesmas e o rácio *Tobin's q* (ótica de longo-prazo). Em ambos os casos o R^2 Ajustado é utilizado como *proxy* do valor relevante, tendo sido também realizada uma análise adicional com base nos Coeficientes de Regressão das variáveis de interesse. Os resultados obtidos, através da análise dos R^2 Ajustados e dos Coeficientes de Regressão, sugerem que o valor relevante das várias medidas de desempenho *non-GAAP* varia entre as óticas de curto-prazo e longo-prazo, dado que o *Free Cash Flow* (FCF) é, em geral, a mais valorizada pelos investidores no curto-prazo, enquanto no longo-prazo são as *Earnings Before Interests and Taxes* (EBIT), para ambas as análises. Contudo, em nenhuma dessas análises foi possível identificar uma medida que fosse valorizada unanimemente em todos os países ou indústrias estudadas, verificando-se que após a eclosão da recessão económica na Europa, a perceção dos investidores face à medida *non-GAAP* com maior valor relevante sofreu alterações em ambas as óticas.

Palavras-chave: Crise, curto-prazo, empresas cotadas europeias, longo-prazo, medidas de desempenho *non-GAAP*, valor relevante

Abstract

This study aims to examine which are the non-GAAP performance measures most valued by European investors. For that, 2005 European listed companies were analysed over a 11-year period (2008 to 2018). Two empirical models were developed based on the methodology of Barton et al. (2010), modified by Aliabadi et al. (2013) and applied to non-GAAP measures to identify which one was the most relevant. While the short-term model measures the relationship between Return and the non-GAAP performance measures, in the long-term was established the relationship between the alternative performance measures and Tobin's q ratio. In both cases the Adjusted R² is used as a proxy of the value relevance and due to some constraints was provided an additional analysis based on the Regression Coefficients of the independent variables. The results obtained through the analysis of Adjusted R² and at the level of the Regression Coefficients suggest that the value relevance of the non-GAAP performance measures changes between short-term and long-term, since Free Cash Flow (FCF) is, in general, the most valued measure by the investors in the short-term, while in the long-term is considered the Earnings Before Interests and Taxes (EBIT) for both analysis. However, in none of these analysis were possible to identify a measure that was valued in a consensual way in all the countries or industries studied and after the beginning of the economic recession in Europe the investors' perception about the value relevance of the non-GAAP performance measures was changed in both models.

Keywords: Crisis, European listed companies, long-term, non-GAAP performance measures, short-term, value relevance

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Agradecimentos

À professora Doutora Cristina Gaio, por todas as sugestões e disponibilidade demonstrada durante o processo de elaboração da dissertação, tendo sido o seu contributo essencial para o enriquecimento do trabalho.

Aos meus pais e irmão, por todo o apoio e palavras de incentivo.

Por fim, aos meus familiares e amigos que me acompanharam ao longo do meu percurso académico.

Índice

RESUMO	I
ABSTRACT	II
AGRADECIMENTOS	III
ÍNDICE	IV
LISTA DE TABELAS	VI
LISTA DE ANEXOS	VII
LISTA DE ABREVIATURAS	VIII
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA	3
2.1. DIVULGAÇÃO DE RESULTADOS <i>NON-GAAP</i>	3
2.1.1. <i>Objetivos da Divulgação de Resultados Non-GAAP</i>	4
2.1.2. <i>Tipos de Medidas Non-GAAP</i>	5
2.1.3. <i>Reguladores das Divulgações Non-GAAP</i>	7
2.1.4. <i>Reconciliação entre Medidas Financeiras GAAP e Non-GAAP</i>	9
2.1.5. <i>Características das Empresas que Divulgam Resultados Non-GAAP</i> 10	
2.1.6. <i>Impacto dos Resultados Non-GAAP nas Decisões dos Investidores.</i> 11	
2.2. VALOR RELEVANTE.....	12
2.3. ANÁLISE DO DESEMPENHO DE LONGO-PRAZO	14
3. ESTUDO EMPÍRICO	15
3.1. QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO.....	16
3.2. AMOSTRA	17
3.3. MODELOS EMPÍRICOS	18
3.3.1. <i>Medidas Non-GAAP: aplicação nos modelos</i>	19
3.3.2. <i>Ótica de Curto-Prazo</i>	21
3.3.3. <i>Ótica de Longo-Prazo</i>	21
4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	22
4.1. MATRIZ DE CORRELAÇÕES	23

4.2.	ANÁLISE DE CURTO-PRAZO.....	24
4.2.1.	<i>Análise Global</i>	24
4.2.2.	<i>Análise por País</i>	25
4.2.3.	<i>Análise por Indústria</i>	26
4.2.4.	<i>Análise ao Período de Crise</i>	27
4.3.	ANÁLISE DE LONGO-PRAZO.....	28
4.3.1.	<i>Análise Global</i>	28
4.3.2.	<i>Análise por País</i>	29
4.3.3.	<i>Análise por Indústria</i>	30
4.3.4.	<i>Análise ao Período de Crise</i>	31
5.	CONCLUSÕES.....	32
5.1.	SÍNTESE DO ESTUDO.....	32
5.2.	LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	34
5.3.	SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS.....	34
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	35
	ANEXOS.....	40

Lista de Tabelas

Tabela I - Descrição das Variáveis de Interesse (Medidas de Desempenho <i>Non-GAAP</i>	20
Tabela II - R^2 ajustado: Análise Global de Curto-Prazo	24
Tabela III - R^2 ajustado: Análise de Curto-Prazo por País.....	25
Tabela IV - R^2 ajustado: Análise de Curto-Prazo por Indústria.....	27
Tabela V - R^2 ajustado: Análise de Curto-Prazo para o Período de Crise e Pós-Crise..	28
Tabela VI - R^2 ajustado: Análise Global de Longo-Prazo	28
Tabela VII - R^2 ajustado: Análise de Longo-Prazo por País.....	29
Tabela VIII - R^2 ajustado: Análise de Longo-Prazo por Indústria.....	30
Tabela IX - R^2 ajustado: Análise de Longo-Prazo para o Período de Crise e Pós-Crise.....	31

Lista de Anexos

Anexo I - Distribuição das Empresas por Ano e País	40
Anexo II - Distribuição das Empresas por Ano e Indústria.....	41
Anexo III - Descrição das Variáveis de Controlo.....	42
Anexo IV - Estatísticas Descritivas	43
Anexo V - Matriz de Correlação das Variáveis Independentes.....	44
Anexo VI - Tabela de Correlações entre Variáveis Dependentes e Independentes	44
Anexo VII - Resultados Gerais da Análise Adicional de Curto-Prazo.....	45
Anexo VIII - Resultados da Análise Adicional de Curto-Prazo por País.....	45
Anexo IX - Resultados da Análise Adicional de Curto-Prazo por Indústria.....	46
Anexo X - Resultados da Análise Adicional de Curto-Prazo para os Períodos de Crise e Pós-Crise.....	47
Anexo XI - Resultados Gerais da Análise Adicional de Longo-Prazo	47
Anexo XII - Resultados da Análise Adicional de Longo-Prazo por País.....	48
Anexo XIII - Resultados da Análise Adicional de Longo-Prazo por Indústria.....	49
Anexo XIV - Resultados da Análise Adicional de Longo-Prazo para os Períodos de Crise e Pós-Crise.....	50

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Lista de Abreviaturas

AFT – Ativos Fixos Tangíveis
BEPSEEI – *Basic Earnings per Share Excluding Extraordinary Items*
CAPEX – *Capital Expenditures*
CESR – *Committee of European Securities Regulators*
CF – *Cash Flow*
CP – Capital Próprio
DL – Dívida Líquida
EBITDA – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*
EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*
EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group*
EPS – *Earnings per Share*
FASB - *Financial Accounting Standards Board*
FCF – *Free Cash Flow*
GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*
GICS – *Global Industry Classification Standard*
IASB - *International Accounting Standards Board*
IFRS – *International Financial Reporting Standards*
IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*
IT – *Information Technology*
NIBEI – *Net Income Before Extraordinary Items*
RAI – Resultado Antes de Imposto
RI – Resultado Integral
RL – Resultado Líquido
ROA – *Return on Assets*
ROE – *Return on Equity*
ROI – *Return on Investment*
RO – Resultado Operacional
SEC – *Securities and Exchange Commission*
SNC – Sistema de Normalização Contabilística
UE – União Europeia

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

1. Introdução

As demonstrações financeiras constituem relatórios sobre o desempenho organizacional que refletem o sucesso ou o fracasso de cada empresa, assim como os sinais de dificuldades financeiras iminentes, sendo as informações nelas contidas utilizadas pelos investidores e outros *stakeholders* (Feng & Wang, 2000). No entanto, os *stakeholders* nem sempre avaliam o desempenho da empresa através de métricas financeiras baseadas no GAAP (isto é, refletidas em relatórios financeiros auditados), muitas vezes baseiam-se em medidas alternativas de medição do desempenho (resultados *non-GAAP*).

Os resultados *non-GAAP* são medidas de desempenho que não seguem necessariamente os princípios contabilísticos aceites (GAAP), são calculados pelos gestores e sujeitos aos seus critérios e por norma são divulgados em comunicados à imprensa (Cardeira, 2012).

As empresas calculam este tipo de medidas alternativas por uma variedade de razões, entre elas a necessidade de comunicar aos investidores quais as *core earnings* mais suscetíveis de se registarem novamente no futuro (Jennings & Marques, 2011). Esta razão, assim como a flexibilidade dada aos gestores no cálculo das suas medidas *pro forma*, têm sido alvo de discussão no meio académico e entre reguladores. Além disso, tal como referido por Nunes (2012), estudos anteriores documentam que as medidas *non-GAAP* são estrategicamente utilizadas para atingir ou superar as expectativas dos analistas e do mercado, que não foram alcançadas através dos resultados baseados no GAAP.

No entanto, existe uma discordância entre gestores e reguladores no que diz respeito à utilização deste tipo de divulgações (Cardeira, 2012). Os gestores defendem que a divulgação de medidas financeiras *non-GAAP* ajuda-os a transmitir informação relevante acerca do desempenho da empresa aos utilizadores das demonstrações financeiras (hipótese de informação). Por outro lado, numa visão oportunista, os reguladores e opositores afirmam que essas métricas são divulgadas de forma a que seja possível confundir ou enganar os investidores, na medida em que são excluídas dos resultados baseados no GAAP rúbricas relativamente persistentes, classificando-as como se fossem transitórias.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Pode também acontecer que os gestores enfatizem nas *press releases* o resultado que lhes é mais favorável (seja GAAP ou *non-GAAP*), de forma a colocar a empresa numa posição mais vantajosa, manipulando a percepção dos investidores.

Foi através de um estudo de Amir *et al.* (1993) que surgiu a expressão *value relevance*, para descrever a associação entre os valores de mercado e os valores contabilísticos, sendo que foi uma medida utilizada por diversos investigadores como uma *proxy* para avaliar a qualidade da informação contabilística. Deste modo, o valor relevante é fundamental para medir a associação entre as diversas variáveis contabilísticas e o preço ou a rentabilidade das ações.

De modo a fazer face às expectativas dos analistas e do mercado, as divulgações *non-GAAP* podem ser utilizadas como uma ferramenta de gestão de resultados (Doyle *et al.*, 2013). Assim, nos países onde esta prática é frequente, os investidores devem ser cautelosos quanto às medidas de desempenho baseadas nos resultados, dado que esse fator reduz o valor relevante dessas medidas, assim como a capacidade de as mesmas providenciarem uma mensuração fiável do desempenho de uma empresa (Ebaid, 2011).

Em estudos anteriores, Barton *et al.* (2010) e Aliabadi *et al.* (2013) utilizaram o R^2 Ajustado como *proxy* do valor relevante, concluindo que, tanto a nível dos países, como a nível de indústrias, não existe uma medida unanimemente valorizada pelos investidores.

No entanto, as medidas de desempenho tradicionais podem restringir a análise a uma visão de curto-prazo, portanto o *Tobin's q* deve ser aplicado como *proxy* do desempenho de longo-prazo, pois centra-se mais no valor de certa empresa e menos na sua rentabilidade (Kang *et al.*, 2017)

Assim, o presente estudo tem como objetivo levar a cabo uma análise detalhada através de duas óticas temporais distintas – curto-prazo e longo-prazo – de modo a averiguar qual a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores europeus. Deste modo, é importante analisar a influência que o país e a indústria em que as empresas operam têm nos resultados, bem como os efeitos da crise na percepção dos investidores relativamente à medida de desempenho *non-GAAP* com maior valor relevante. Os dois modelos desenvolvidos foram baseados na metodologia de Barton *et al.* (2010), adaptada por Aliabadi *et al.* (2013) e aplicada para as métricas *non-GAAP*. Desta forma, é colmatado um *gap* na literatura, na medida em que são consideradas na análise este tipo

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

de medidas de desempenho alternativas, em vez das medidas de desempenho tradicionais refletidas em relatórios financeiros auditados.

Para além disso, com o objetivo de contornar algumas limitações associadas ao R^2 Ajustado, é efetuada uma análise adicional com base nos Coeficientes de Regressão das variáveis de interesse. Este estudo pode ter um contributo significativo para os gestores das empresas, pois podem utilizar as conclusões retiradas para incidir nas medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores.

Por fim, o trabalho está dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo referente à introdução, o segundo contém a revisão de literatura, onde é aprofundada a questão da divulgação dos resultados *non-GAAP* e explicado o conceito de valor relevante, bem como as conclusões que estudos anteriores obtiveram relativamente à relação entre as medidas de mercado e contabilísticas e aos efeitos que a crise e as características dos países e setores de atividade em que as empresas se inserem têm nessa relação. No terceiro capítulo é formulado o objetivo do estudo, são enumeradas as questões de investigação, é efetuada uma descrição da amostra e, por fim, procede-se à descrição dos modelos empíricos, bem como das suas variáveis. No quarto capítulo são analisados e discutidos os resultados obtidos e, finalmente, no quinto e último capítulo são apresentadas as principais conclusões do estudo, enumeradas as limitações existentes e as sugestões para investigações futuras.

2. Revisão de Literatura

2.1. Divulgação de Resultados *Non-GAAP*

Segundo o *Committee of European Securities Regulators* (CESR, 2005), algumas das medidas de desempenho são divulgadas em relatórios financeiros auditados (GAAP), enquanto outras são medidas *ad-hoc*, isto é, preparadas pelos gestores com um propósito específico, que não seguem o GAAP (normalmente denominadas por medidas “non-GAAP”, “pro forma”, “street” ou de “performance alternativas”). Black (2016), afirma que existem duas fontes primárias dos resultados GAAP: as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), desenvolvidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e o U.S. GAAP, desenvolvido pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB).

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Os resultados *non-GAAP* são medidas alternativas, calculadas pelos gestores e sujeitas aos seus critérios, que refletem o desempenho das empresas, não são calculados de acordo com as normas contabilísticas e são por norma divulgados em comunicados à imprensa (Cardeira, 2012). São medidas numéricas de uma determinada empresa que registam o desempenho financeiro, a posição financeira ou os fluxos de caixa e que incluem montantes que não são parte da medida GAAP mais comparável ou excluem montantes que são parte dessa medida (Black, 2016).

2.1.1. Objetivos da Divulgação de Resultados *Non-GAAP*

As empresas calculam medidas *non-GAAP* por uma variedade de razões, nomeadamente pela necessidade de cumprirem com os seus contratos de financiamento (dado que as restrições dos contratos de algumas delas são baseadas nos resultados *non-GAAP*), para determinar as remunerações dos gestores de topo e para comunicar aos investidores as *core earnings* da empresa mais suscetíveis de se registarem novamente no futuro (Jennings & Marques, 2011). A última razão, assim como a flexibilidade dada aos gestores no cálculo das suas medidas *pro forma*, têm sido alvo de discussão no meio académico e entre reguladores. Além disso, tal como referido por Nunes (2012), estudos anteriores documentam que as medidas *non-GAAP* são estrategicamente utilizadas para atingir ou superar as expectativas dos analistas e do mercado, que não foram alcançadas através dos resultados baseados no GAAP. Segundo esses estudos, os ajustamentos *non-GAAP* ajudam as empresas a: (1) atingir os resultados esperados pelos analistas (Doyle & Solimon, 2002; Lougee & Marquardt, 2004; Black & Christensen, 2009; Isidro & Marques, 2015); (2) converter uma perda operacional num ganho *non-GAAP* (Dechow *et al.*, 2003; Peasnell *et al.*, 2005; Black & Christensen, 2009); (3) mostrar o aumento dos resultados (Burgstahler & Dichev, 1997; Lougee & Marquardt, 2004; Peasnell *et al.*, 2005); (4) retratar uma imagem mais favorável do desempenho (Bhattacharya *et al.* 2004; Isidro & Marques, 2015); (5) superar o desempenho da indústria a que pertencem (Isidro & Marques, 2015).

No entanto, existe uma discordância entre gestores e reguladores no que diz respeito à utilização deste tipo de divulgações (Cardeira, 2012).

Os gestores defendem que a divulgação de medidas financeiras *non-GAAP* ajuda-os a transmitir informação relevante acerca do desempenho da empresa aos utilizadores das demonstrações financeiras (hipótese de informação). Além disso, simplifica algumas

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

divulgações contabilísticas mais complexas e ainda mostra uma visão mais clara dos resultados recorrentes (Phillips *et al.* 2002). Assim, Bhattacharya *et al.* (2003), Brown e Sivakumar (2003) comprovam que estas medidas são fundamentais para transmitir informação aos investidores. Segundo Doyle & Solimon (2002), numa visão informativa das medidas *non-GAAP*, os gestores pretendem reduzir a assimetria de informação através de um fornecimento mais esclarecedor das *core earnings* e de informação *value-relevant* (quando os números contabilísticos têm uma associação significativa com o valor do mercado de capitais). Deste modo, os defensores das divulgações *pro forma* argumentam que os gestores chegam aos resultados *non-GAAP* excluindo rúbricas transitórias (tais como despesas de reestruturação e ganhos e perdas nas vendas de ativos), “essencialmente removendo o ruído dos resultados baseados no GAAP e fornecendo medidas *non-GAAP* que sejam mais úteis e pertinentes para prever o desempenho futuro de uma empresa” (Jennings & Marques, 2011).

Por outro lado, numa visão oportunista, as métricas *non-GAAP* são divulgadas de forma a que seja possível confundir ou enganar os investidores, na medida em que são excluídas dos resultados baseados no GAAP rúbricas relativamente persistentes, classificando-as como se fossem transitórias. Desta forma, reguladores e opositores das medidas *non-GAAP* afirmam que os gestores podem, estrategicamente, recorrer a critérios próprios para excluir certas despesas recorrentes ou persistentes que são incluídas nos resultados baseados no GAAP, com o objetivo de providenciar uma imagem mais favorável acerca do desempenho da empresa e atingir as expectativas dos analistas (Black & Christensen, 2009). Além do mais, os céticos destas medidas defendem que as empresas que as apresentam não podem ser comparadas através desse resultado, pois este não é de natureza standardizada e a sua forma de cálculo, assim como as rubricas utilizadas, variam de empresa para empresa, não respeitando características fundamentais da informação contabilística como a comparabilidade e a fiabilidade (Bhattacharya *et al.*, 2003; Weil, 2001).

2.1.2. Tipos de Medidas *Non-GAAP*

A análise das demonstrações financeiras não é suficiente para retirar conclusões acerca do desempenho de uma organização, é necessário calcular e interpretar rácios financeiros e conjugá-los com outras técnicas de análise. Os rácios permitem retirar conclusões acerca do desempenho atual da empresa e fazer projeções acerca do desempenho futuro (Ebaid,

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

2011). As medidas financeiras (por exemplo, rácios ou outras medidas) calculadas exclusivamente a partir de resultados calculados de acordo com o GAAP não são consideradas medidas financeiras *non-GAAP*.

As empresas que apresentam medidas *non-GAAP* nas *press releases* anuais geralmente divulgam mais do que uma dessas medidas. Tendo em conta um estudo levado a cabo por Isidro & Marques (2008), ao recolherem manualmente todas as divulgações *non-GAAP* dos comunicados à imprensa, concluem que as mais frequentes, apresentadas pelas empresas europeias, são: as *non-GAAP Earnings per Share* (EPS), isto é, resultados por ação sujeitos a ajustamentos pelos gestores das empresas, o EBIT (*earnings before interests and taxes*), o resultado líquido (RL) *non-GAAP* (sujeito a ajustamentos), o EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*), o EBITDA *non-GAAP* (sujeito a ajustamentos), o *Free Cash Flow* (FCF), o *non-GAAP EBIT* (sujeito a ajustamentos), o resultado operacional (RO) *non-GAAP* (sujeito a ajustamentos) e o RO *non-GAAP* das operações continuadas (sujeito a ajustamentos).

Segundo as mesmas autoras, nas divulgações *non-GAAP*, na Europa, existe uma maior frequência de apresentação do EBIT e do EBITDA. Esta situação pode ocorrer porque os gestores europeus consideram que estas são medidas GAAP, ou seja, as medidas em causa recebem especial atenção, dado que existe a possibilidade de não serem reconhecidas como medidas *non-GAAP*. Este equívoco não se verifica nos EUA, pois o *Securities and Exchange Commission* (SEC) lançou, em junho de 2003, um documento que clarifica esta questão. Esse documento, denominado por “Frequently asked questions regarding the use of non-GAAP financial measures”, aborda a forma como o EBIT e o EBITDA devem ser reconciliados com a medida GAAP mais comparável, cuja resposta é a seguinte (resposta à questão 15): “O EBIT ou o EBITDA deve ser reconciliado com o RL tal como é apresentado na demonstração de resultados baseada no GAAP. O RO não deve ser a medida GAAP mais comparável porque o EBIT e o EBITDA efetuam ajustamentos para rubricas que não são incluídas no RO.”

Num estudo semelhante, Nunes (2012), devido à diversidade de métricas *non-GAAP* nas *press releases*, categoriza-as em 14 tipos de medidas financeiras diferentes. O autor apenas utiliza medidas *non-GAAP* que refletem os resultados das empresas, portanto são excluídas as vendas, rácios financeiros e rubricas de fluxos de caixa. Assim sendo, as

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

mais relevantes destacadas pelo autor são as mesmas mencionadas acima, do estudo de Isidro & Marques (2008).

Black (2016) apresentou um exemplo de uma empresa que divulgou 11 medidas financeiras *non-GAAP* para complementar as suas Demonstrações Financeiras Consolidadas, que são preparadas de acordo com as IFRS. Essas medidas de desempenho alternativas são utilizadas para medir o crescimento, a eficiência do capital, a capacidade de gerar lucro e cash e a otimização da estrutura de capital dessa empresa. Assim, as mais relevantes são: o rácio *book-to-bill*, o *return on equity* (ROE) depois de impostos, o FCF, o EBIT e o EBITDA ajustados e a dívida líquida (DL).

No estudo de Guillamon-Saorin *et al.* (2017) são também recolhidas medidas *non-GAAP* incluídas nas *press releases* anuais. Os autores comparam os resultados *non-GAAP* com os GAAP, divulgados nas demonstrações financeiras, de modo a calcular o valor dos ajustamentos efetuados pelos gestores. Então, destacam as seguintes métricas *non-GAAP*: (1) *non-GAAP* EPS, (2) *non-GAAP* EPS das operações continuadas, (3) RL *non-GAAP*, (4) RO *non-GAAP* das operações continuadas e (5) valores ajustados do EBIT e do EBITDA. Tal como Nunes (2012), os autores excluíram da análise as vendas, rácios financeiros e rúbricas de fluxos de caixa.

Por fim, tendo em conta um relatório publicado pela Deloitte (2019), destacam-se as principais medidas *non-GAAP*: (1) RO que exclui uma ou mais rúbricas de gastos (normalmente, exclusão de gastos recorrentes, necessários na atividade operacional, ou a classificação de rúbricas de gastos recorrentes como sendo não recorrentes), (2) RL ajustado e EPS ajustado, (3) EBIT e EBITDA, (4) EBIT e EBITDA ajustados, (4) FCF e (5) DL.

2.1.3. Reguladores das Divulgações *Non-GAAP*

Nos Estados Unidos e na Europa, em 2002, surgiu a necessidade de regular as divulgações das medidas financeiras *non-GAAP*. Nos EUA essa regulação concretizou-se com o *Sarbanes-Oxley Act* e na Europa, a IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) manifestou-se em relação à necessidade de um enquadramento para a utilização destas medidas. Então, a partir de 2002, o processo de regulação da divulgação de medidas *non-GAAP* passou a ser diferente nos dois mercados financeiros (Isidro & Marques, 2008).

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

O FASB demonstra preocupação em relação ao aumento da divulgação de resultados *non-GAAP*, dado que defende que a qualidade da informação financeira é afetada (FASB, 2002). Nos EUA, em 2003, foi emitida a *Regulation G* pelo SEC, que cobre a regulação da divulgação das medidas *non-GAAP* e estabelece que as empresas que as divulgam necessitam também de divulgar as medidas GAAP mais comparáveis com os resultados *non-GAAP*, calculados pelos gestores. Além disso, a acompanhar as divulgações, deve ser apresentada uma tabela de reconciliação (de modo a clarificar as diferenças que existem entre os dois tipos de resultados).

Na Europa, só em 2005 foi emitida uma recomendação pelo CESR, que encorajava as empresas europeias cotadas que divulgam resultados *non-GAAP* a fazê-lo de forma apropriada e útil para o processo de decisão dos investidores. Nesta recomendação é também reconhecida a capacidade desse tipo de medidas fornecer informação pertinente para os mercados financeiros, se forem utilizadas e apresentadas de forma correta (Isidro & Marques, 2008). Contudo, tanto o CESR como a SEC revelam preocupações, através de uma recomendação e de um parecer, respetivamente, em relação à possibilidade de uso indevido dessas divulgações, dada a possibilidade de através delas ocultar a real situação financeira da empresa.

A primeira recomendação da CESR para a divulgação das medidas *non-GAAP* é cumprir as características qualitativas da informação contabilística, mais especificamente a compreensibilidade, relevância, fiabilidade e comparabilidade. Nos últimos anos, diversas medidas foram tomadas a fim de melhorar a regulação, a comparabilidade da informação e a qualidade da contabilidade das empresas. Assim, diversos países adotaram (alguns ainda pretendem adotar) as IFRS. Na União Europeia (UE) existe uma tendência para a harmonização da contabilidade, eliminando diferenças entre os normativos dos diversos países. Portugal não foi exceção, pois com a adoção do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), semelhante ao normativo IFRS, é possível tentar combater a divulgação das medidas *non-GAAP* (Cardeira, 2012), uma vez que esta implementação pressupõe uma melhoria na qualidade das divulgações financeiras e, assim, as empresas que adotaram ou adaptaram o normativo internacional são menos afetadas pela gestão de resultados (Barth *et al.*, 2008).

Até aos dias de hoje, na Europa, não existe nenhuma regra semelhante à *Regulation G* que existe nos EUA, apenas meras recomendações não obrigatórias. Apesar disso, os

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus reguladores europeus estão preocupados com a crescente divulgação de resultados *non-GAAP*. O *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), uma organização do setor privado que assiste a Comissão da UE na aprovação das IFRS, indicou que estas medidas são frequentemente utilizadas pelos gestores para salientar ou ocultar certos aspetos acerca do desempenho das empresas. No entanto, essas medidas carecem de consistência e clareza (Isidro & Marques, 2008).

2.1.4. Reconciliação entre Medidas Financeiras GAAP e Non-GAAP

Os reguladores demonstram preocupação em relação às práticas que possam condicionar a qualidade da informação financeira. Assim, muitos utilizadores das demonstrações financeiras são capazes de distinguir as tentativas dos gestores de exercer influência sobre os resultados das empresas e, de facto, segundo uma pesquisa levada a cabo por Black & Christensen (2009), a rentabilidade das ações dessas empresas pode ser prejudicada. No entanto, nem todos os investidores ou outros utilizadores conseguem captar a utilidade das medidas *non-GAAP* e, normalmente, os investidores mais pequenos e menos sofisticados estão em desvantagem porque são confundidos por este tipo de resultados (Bhattacharya *et al.*, 2007). Assim, segundo um estudo de Allee *et al.* (2007), os investidores menos sofisticados confiam nas empresas que apresentam resultados *non-GAAP*, mesmo sem terem uma reconciliação com os resultados GAAP e normalmente este tipo de investidores não reage quando a empresa apresenta as reconciliações.

Como já referido, a *Regulation G*, emitida pelo SEC em 2003, requer que as empresas que divulgam resultados *non-GAAP* forneçam também uma reconciliação clara e compreensível para as medidas financeiras GAAP comparáveis, com o objetivo de assegurar que os investidores recebem a informação financeira da empresa adequada para efetuarem as suas avaliações. Além disso, ao fornecerem uma reconciliação entre as duas medidas financeiras, é necessária também uma explicação acerca das divulgações *non-GAAP* por parte das empresas. Na Europa, as reconciliações são sugeridas em recomendações não obrigatórias emitidas pelo CESR.

Uma reconciliação entre as duas medidas reduz a capacidade dos gestores para influenciar as avaliações dos investidores acerca do desempenho da empresa, conferindo aos resultados *non-GAAP* maior fiabilidade e melhorando a perceção dos analistas (Elliott, 2006). Assim, os analistas preveem que as empresas que apresentam reconciliações têm melhor desempenho financeiro em relação às empresas que apenas

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus apresentam resultados GAAP (Anderson *et al.*, 2007). A reconciliação entre as medidas referidas é bem recebida pelo mercado, uma vez que clarifica a composição dos resultados *non-GAAP* (Cardeira, 2012).

2.1.5. Características das Empresas que Divulgam Resultados *Non-GAAP*

Tendo em conta estudos anteriores, as empresas que divulgam medidas financeiras *non-GAAP* encontram-se, geralmente, em dificuldades e têm como objetivo ocultar perdas e atingir ou superar as expectativas dos analistas (Cardeira, 2012). Estão também, por norma, na fase de crescimento do setor tecnológico e industrial, portanto são ainda pouco rentáveis, apresentando rácios de preço por ação elevados (Bhattacharya *et al.*, 2004). Além disso, Isidro & Marques (2008) levaram também a cabo uma investigação que avalia quais as medidas *non-GAAP* divulgadas, bem como a ênfase atribuída a cada uma delas, que pode variar consoante o tamanho da empresa, o seu desempenho, a alavancagem, as práticas de *corporate governance*, o país e a indústria a que pertencem. Algumas dessas características afetam a ênfase dada a essas medidas, especificamente as empresas que dão maior relevância aos resultados *non-GAAP* em comparação com os GAAP, apresentam maiores resultados por ação.

Lougee & Marquardt (2004) defendem que as empresas com resultados GAAP mais baixos estão mais propensas a apresentar resultados *non-GAAP*, tendo em consideração que as que apresentam este tipo de medidas alternativas estão concentradas no sector da indústria de alta tecnologia. Estas empresas apresentam maior valor de mercado em relação às restantes, pois registam um maior crescimento das vendas e variabilidade dos resultados. Além disso, tendem a divulgar resultados GAAP menos informativos, pois o investimento em ativos intangíveis é muito elevado, nomeadamente em despesas de pesquisa e desenvolvimento (Lev & Zarowin, 1999). Consequentemente, estas empresas podem aumentar as divulgações *non-GAAP* de modo a remover os efeitos das rubricas não recorrentes e apresentar resultados mais úteis e pertinentes (Nunes, 2012). Também Isidro & Marques (2015) encontraram uma relação positiva entre a frequência deste tipo de divulgações e a componente intangível do negócio.

Segundo pesquisas de Francis *et al.* (2005) e de Isidro & Marques (2015), as empresas com necessidades de financiamento externo estão mais propensas a divulgar medidas de performance alternativas (resultados *non-GAAP*) como forma de reduzir as assimetrias de informação e assim, obter os fundos requeridos a um custo mais baixo. Por último, as

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus entidades que apresentam maior eficiência e eficácia de execução, que estão inseridas em mercados financeiros desenvolvidos e que possuem bons canais de comunicação, tendem a divulgar medidas *non-GAAP* com mais frequência (Isidro & Marques, 2015).

2.1.6. Impacto dos Resultados *Non-GAAP* nas Decisões dos Investidores

Como já referido, os investidores mais pequenos e menos sofisticados estão em desvantagem porque são confundidos e induzidos em erro com as divulgações *non-GAAP* (Bhattacharya *et al.*, 2007). Além disso, tendo em conta estudos de Elliott (2006), Christensen (2007) e Allee *et al.* (2007), existe uma tendência para os investidores menos sofisticados investirem mais quando este tipo de informação é publicada, uma vez que confiam nestas divulgações. Por outro lado, os investidores mais sofisticados são mais conscientes e normalmente, se investirem, fazem-no menos quando são apresentados resultados *non-GAAP*. Contudo, tendo em conta uma investigação levada a cabo por Andersson & Hellman (2007) junto de analistas financeiros, os investidores mais experientes e sofisticados são também afetados quando existem diferenças substanciais entre os resultados GAAP e *non-GAAP*.

Graham *et al.* (2005) provam que, se as normas contabilísticas possibilitam hipótese de escolha, os gestores preferem destacar no corpo principal das *press releases* os resultados que evidenciam um desempenho mais favorável da empresa. Tendo em conta a investigação levada a cabo por estes autores, nas entrevistas a diversos gestores, a maioria tem a perceção que o mercado facilmente ignora ou presta menos atenção às *footnotes* que contém dados financeiros acerca do desempenho das empresas e que os analistas e investidores consideram-nas muito complexas.

Os investidores menos sofisticados são influenciados pelo posicionamento das métricas *non-GAAP* nos comunicados à imprensa, enquanto os mais sofisticados não se deixam influenciar pelo posicionamento dos resultados (Allee *et al.*, 2007). Segundo Elliott (2006), quando são divulgados os resultados e a ênfase concentra-se nas medidas *non-GAAP* em comparação com as GAAP, então existe tendência para os investidores mais suscetíveis e não profissionais realizarem mais investimentos do que quando é dada ênfase aos resultados GAAP, sendo este comportamento não intencional.

Assim, existe evidencia de que os gestores enfatizam o resultado que lhes é mais favorável (seja GAAP ou *non-GAAP*) e que coloca a empresa numa posição mais vantajosa, podendo influenciar a perceção dos investidores.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

2.2. Valor Relevante

O conceito de valor relevante surgiu como forma de medir a relevância ou a qualidade de uma medida de desempenho para os utilizadores. Ball & Brown (1968) evidenciaram pela primeira vez esta relação, no entanto foi através de um estudo de Amir *et al.* (1993) que surgiu a expressão *value relevance*, para descrever a associação entre os valores de mercado e os valores contabilísticos, tendo sido uma medida utilizada por diversos investigadores como uma *proxy* para avaliar a qualidade da informação contabilística.

O SNC, através da Estrutura Conceptual, apresenta as quatro principais características qualitativas das demonstrações financeiras, úteis na tomada de decisão dos seus utilizadores, entre elas a compreensibilidade, a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade. De acordo com Barton *et al.* (2001), as empresas cuja qualidade da informação financeira é elevada têm também uma elevada associação entre as suas variáveis contabilísticas e o preço das ações.

Assim, se uma medida contabilística transmitir informações relevantes para os investidores na avaliação da empresa e for mensurada de forma confiável, então é provável que tenha valor relevante, pelo que se reflete no preço das ações. Logo, quando a qualidade da informação contabilística de determinada empresa é elevada, o seu valor de mercado é refletido de forma mais eficaz pelos seus dados contabilísticos (Aliabadi *et al.*, 2013).

A distinção entre medidas de desempenho contabilísticas e medidas de desempenho de mercado é recorrente. O RO, o EBITDA, o RL, o resultado integral (RI) e os rácios, que aumentam a utilidade dos resultados contabilísticos, tais como o *return on investment* (ROI), o ROE e o *return on Assets* (ROA) fazem parte das medidas de desempenho contabilísticas. Por outro lado, indicadores como o *price-to-book ratio*, *market-to-book ratio*, *price to earnings ratio*, *dividend yield*, *stock return* e o *stock price* fazem parte das medidas de desempenho de mercado. Uma vez que o valor intrínseco de uma empresa não corresponde necessariamente ao seu valor de mercado, esta distinção torna-se essencial (Gentry & Shen, 2010).

Os autores acima referidos estudaram a relação entre a rendibilidade contabilística e a performance das ações no mercado entre 1961 e 2008 em empresas Norte Americanas, de forma a determinar se existe uma correlação significativa entre as medidas, tornando possível a sua utilização alternada. Contudo, não encontraram evidência de convergência

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

entre os dois tipos de medidas, ficando deste modo comprovada a importância desta diferenciação, dado que mostraram que ambas são essenciais, não podendo ser utilizadas umas como substituição das outras. O valor dado pelo preço das ações pode ser refletido pelas medidas de desempenho baseadas no mercado, no entanto o preço das ações pode ser sub ou sobrevalorizado devido às imperfeições do mercado, podendo este apenas refletir a expectativa do mercado e não o verdadeiro desempenho da empresa (Aliabadi *et al.*, 2013).

Segundo Mironiuc *et al.* (2015), diversos autores investigaram a capacidade do preço ou a rentabilidade das ações ser explicado por determinadas medidas de desempenho e centraram os seus estudos nas medidas contabilísticas por serem largamente aceites pelos utilizadores das demonstrações financeiras e aquelas em que os investidores mais confiam.

Para Ebaid (2011), existem medidas que são mais valorizadas pelos investidores, dado que contêm informações mais relevantes relativamente a outras. No entanto, não existe nenhuma que seja perfeita e que consiga explicar na totalidade o desempenho organizacional. Além disso, o autor enfatiza que alguns estudos recentes sugerem que o valor relevante das medidas contabilísticas pode variar de país para país, devido a fundamentos económicos, às características dos setores de atividade, às normas contabilísticas pelas quais se regem, aos mecanismos de fiscalização e aos incentivos do mercado de capitais.

Nos países onde a proteção legal dos investidores é menor, os gestores possuem também mais benefícios de controlo interno, então nesses locais existe tendência para uma prática mais recorrente de gestão de resultados, na medida em que são incentivados a encobrir o desempenho das suas empresas (Leuz *et al.*, 2003). Desta forma, nesses países onde a gestão de resultados é frequente (cujas divulgações *non-GAAP* são consideradas uma das ferramentas), os investidores devem ser cautelosos quanto às medidas de desempenho baseadas nos resultados, dado que esse fator reduz o valor relevante dessas medidas, assim como a capacidade de as mesmas providenciarem uma mensuração fiável do desempenho de uma empresa (Ebaid, 2011). O mesmo autor comprova que o valor relevante tem tendência a aumentar à medida que nos movemos para baixo na demonstração de resultados, portanto as vendas apresentam o menor valor relevante, enquanto o RL apresenta o maior.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Barton et al. (2010) afirmam que, de modo geral, os subtotais próximos do centro da demonstração de resultados, tais como o RO e o EBITDA, apresentam a associação mais forte com a rentabilidade ou o preço das ações, enquanto os subtotais no topo e no fundo da demonstração de resultados, como as vendas e o RI, têm a associação mais fraca. No mesmo estudo, os autores compararam o valor relevante de oito medidas de desempenho, divulgadas nas demonstrações financeiras de 26.479 empresas em 46 países diferentes entre 1996 e 2005. As oito medidas analisadas foram o RO, o Resultado Antes de Imposto (RAI), o RL, o *Income before Extraordinary Items and Discounted Operations*, o RI, as Vendas, o EBITDA e o *Operating Cash-Flow*. Foi utilizado o R^2 ajustado como *proxy* do valor relevante e não foi encontrado nenhum padrão em relação à medida mais valorizada pelos investidores nos vários países. Cada uma das medidas apresentava maior relevância em pelo menos um dos 46 países, sendo que a medida que mais vezes se concluiu ser a mais relevante (em 25 dos 46 países) foi o RAI. No entanto, uma vez que os dados utilizados no estudo realizado por Barton *et al.* (2010) são anteriores a 2005, antecedendo a adoção das IFRS na UE, os resultados obtidos podem estar desatualizados, existindo a necessidade de estudar os efeitos na qualidade da informação contabilística após 2005, dado que a adoção das IFRS teve como objetivo aumentar a transparência e a comparabilidade das Demonstrações Financeiras e, com isto, pode ter existido uma alteração da percepção dos investidores relativamente às medidas de desempenho que consideram mais relevantes. Deste modo, um novo estudo, realizado por Aliabadi *et al.* (2013), veio preencher o vazio existente, analisando o período que se seguiu à adoção das IFRS entre 2006 e 2009, sendo que, devido à harmonização das políticas contabilísticas, seria mais provável que uma medida de desempenho fosse unanimemente valorizada pelos investidores. No entanto, apesar de Aliabadi *et al.* (2013) ter obtido resultados diferentes de Barton *et al.* (2010), continuaram sem ter uma só medida de desempenho aceite por todos no período posterior à adoção das IFRS, ainda que tenha sido o ROA a mais valorizada.

2.3. Análise do Desempenho de Longo-Prazo

Tobin (1969) desenvolveu o rácio *Tobin's q* que é, segundo o autor, uma medida capaz de prever o investimento futuro, uma vez que estabelece a relação entre o valor de

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

mercado e o custo de reposição de uma empresa. Posteriormente, o rácio foi adotado por diversos autores como uma medida de desempenho alternativa (Chen & Lee, 1995).

O *Tobin's q* centra-se mais no valor de determinada empresa e menos na sua rentabilidade, surgindo como uma medida capaz de fazer face às limitações associadas às medidas tradicionais, tais como os eventuais problemas de curto-prazo (Robu & Ciora, 2010). De facto, as medidas de desempenho tradicionais podem restringir a análise a uma visão de curto-prazo, pelo que os investidores podem ser induzidos em erro aquando as decisões de investimento e financiamento (Fitas, 2017). Assim, segundo Kang *et al.* (2017), o *Tobin's q* deve ser aplicado como *proxy* do desempenho de longo-prazo. Apesar de não ser uma medida perfeita e existirem algumas dificuldades na sua mensuração (Shepherd, 1986), é capaz de refletir o risco associado ao negócio de uma empresa, pois contém informações sobre a rentabilidade futura da mesma (Kang *et al.*, 2017; Smirlock *et al.*, 1984).

É importante perceber a perceção dos investidores em relação às medidas de desempenho de curto e longo-prazo. A mensuração do desempenho organizacional, feita através de medidas tradicionais e do *Tobin's q*, podem levar a conclusões distintas e podem ser tomadas decisões diferentes por parte dos investidores (Fitas, 2017). Deste modo, Wang (2002) desenvolveu um estudo em que concluiu que as empresas com um *Tobin's q* superior, apresentam também um maior ROA e um maior ROE, sendo que nos países estudados pelo autor é o ROA que está mais associado ao *Tobin's q*.

3. Estudo Empírico

O objetivo geral deste estudo consiste em determinar quais as medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores a nível europeu. De forma a identificar a medida de maior relevância, são desenvolvidos dois modelos empíricos baseados na metodologia desenvolvida por Barton *et al.* (2010) e adaptada por Aliabadi *et al.* (2013), sendo que um dos modelos mede a relação entre o *Return* (ótica de curto-prazo) e as várias medidas de desempenho *non-GAAP* e o outro a relação entre as mesmas e o rácio *Tobin's q* (ótica de longo-prazo). Em ambos os casos, o R^2 ajustado é utilizado como *proxy* do valor relevante, tendo em conta que é efetuada também uma análise adicional com base nos Coeficientes de Regressão das variáveis de interesse.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

3.1. Questões de Investigação

Considerando a investigação de Barton *et al.* (2010), não existe uma medida de desempenho unanimemente valorizada pelos investidores que explique o investimento em determinadas empresas. O estudo desenvolvido por estes autores foi efetuado com dados anteriores a 2005, isto é, anteriormente à adoção das IFRS nas empresas europeias. De modo a colmatar essa falha, Aliabadi *et al.* (2013) analisam o período entre 2006 a 2009, posterior à implementação das IFRS. Durante o período de investigação levada a cabo por estes autores, seria de esperar que existisse uma medida de desempenho que fosse consensualmente mais valorizada pelos investidores, devido à harmonização de políticas contabilísticas. Contudo, ainda que os resultados obtidos por Aliabadi *et al.* (2013) sejam diferentes dos obtidos por Barton *et al.* (2010), continuam sem uma medida aceite por todos os investidores de forma generalizada. Além disso, também para Ebaid (2011), o valor relevante das medidas contabilísticas pode variar de país para país, devido a fundamentos económicos e outros como as características dos setores de atividade, as normas contabilísticas pelas quais se regem, os mecanismos de fiscalização e os incentivos do mercado de capitais. Deste modo, considera-se importante a existência de uma análise empírica onde a metodologia dos autores acima referidos seja aplicada para as medidas de desempenho *non-GAAP*, uma vez que não é conhecido nenhum estudo que incida no valor relevante deste tipo de medidas alternativas, então seria colmatado um *gap* existente na literatura, de forma a identificar se:

Q1: Existe uma medida de desempenho *non-GAAP* unanimemente valorizada pelos investidores entre os países estudados?

Caso não exista uma medida aceite por todos os investidores de forma generalizada, então:

Q2: Qual a medida *non-GAAP* que os investidores mais valorizam na maioria dos países que constituem a amostra?

Considerando a investigação de Aliabadi *et al.* (2013), as diversas medidas contabilísticas não apresentam a mesma relevância para todas as indústrias em estudo. Assim, de modo a complementar a análise anterior, é também necessário proceder à análise por indústria para as medidas *non-GAAP* na Europa, apresentando a terceira questão:

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Q3: A medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores varia consoante a indústria em que a empresa se insere?

Além do país e da indústria em que as empresas operam, é necessário analisar o impacto do curto e longo-prazo no desempenho organizacional e na perceção dos investidores. Segundo Kang *et al.* (2017), o rácio *Tobin's q* é uma medida de desempenho alternativa que se foca no valor de uma empresa e não tanto na sua rentabilidade, tendo como objetivo responder às limitações de curto-prazo associadas às medidas tradicionais. Assim, partindo do princípio que a mensuração do desempenho operacional através do *Tobin's q* e da rentabilidade das ações poderá conduzir a conclusões diferentes, apresenta-se a quarta questão de investigação:

Q4: A medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores difere entre a ótica de curto e longo-prazo?

Iatridis & Dimitras (2013) investigaram o impacto da crise na gestão de resultados e na relevância da informação contabilística. Assim, segundo os autores, as empresas cotadas europeias tendem a recorrer à gestão de resultados em épocas de recessão económica, de modo a assegurar a sua posição financeira e o seu nível de desempenho, com o objetivo de influenciar os investidores. Quando esta prática é frequente, os investidores devem ser cautelosos em relação às medidas de desempenho baseadas nos resultados, uma vez que este fator reduz o valor relevante dessas medidas (Ebaid, 2011). Deste modo, como a divulgação de resultados *non-GAAP* pode ser considerada uma ferramenta de gestão de resultados (Doyle *et al.*, 2013) e sabendo que a crise económica se trata de um período propício à gestão dos mesmos, torna-se importante definir a quinta e última questão de investigação:

Q5: A medida *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores difere entre o período da crise económica e a fase pós-crise?

3.2. Amostra

A amostra foi retirada da base de dados *Thomson Reuters Eikon* em junho de 2019, tendo por base um horizonte temporal de 11 anos (de 2008 a 2018). Foram selecionadas empresas cotadas nas bolsas de 12 países pertencentes à Zona Euro e classificadas em 11 indústrias diferentes, de acordo com a *Global Industry Classification Standard (GICS)*. Só são incluídos no estudo os países da Zona Euro que tenham mais de 50 observações

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

para o horizonte temporal considerado, então, uma vez que não cumprem os requisitos, são retirados os seguintes: Chipe, Estónia, Letónia, Lituânia, Malta, Eslováquia e Eslovénia. Deste modo, obteve-se uma amostra inicial de 3323 empresas.

Posteriormente, foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, dado que as suas demonstrações financeiras seguem disposições diferentes dos restantes setores de atividade, condicionando a comparabilidade entre as mesmas. Em seguida, todas as observações para as quais o capital próprio (CP) era negativo foram eliminadas, bem como todos os valores das variáveis que se encontravam abaixo do percentil 10 e acima do percentil 90, pois são considerados *outliers*, podendo a sua presença enviesar os resultados. Por fim, foram eliminados os *firm-years* para os quais não existiam dados para o *Return* e para o *Tobin's q*. Assim, a amostra final é composta por 2005 empresas e 12866 observações, pertencentes a 12 países da Zona Euro e 10 indústrias diferentes, dada a eliminação do setor *Financials*, segundo a classificação do GICS.

O período inicial de análise escolhido foi o ano de 2008, por ser o primeiro ano disponível na base de dados que continha dados suficientes para levar a cabo o presente estudo, e em que despoletou a crise financeira que afetou a maioria dos países europeus. Para além disso, dado que a adoção das IFRS na Europa ocorreu em 2005, no nosso período amostral a informação é totalmente comparável entre os vários países e empresas, evitando que diferentes normativos contabilísticos influenciem os resultados.

O Anexo I e II representam a distribuição das empresas por ano e país e por ano e indústria, respetivamente. Através de uma análise inicial é possível identificar, recorrendo ao Anexo I, que o país com maior representatividade na amostra no decorrer dos anos é a França, seguido da Alemanha, duas das maiores potências económicas da Europa. Por outro lado, o Luxemburgo é o país com menor representatividade. Relativamente às indústrias, o Anexo II indica que a de *Industrials* tem o maior peso na amostra, seguido do setor de *Information Technology* (IT). Contrariamente, a *Energy* é a indústria com a menor expressão.

3.3. Modelos Empíricos

De modo a apurar qual a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores, são desenvolvidos dois modelos de regressões lineares, isto é, o primeiro que reflete a realidade para o curto-prazo e o segundo para o longo-prazo. A medida *non-GAAP* mais valorizada é aquela cujo modelo tenha um R^2 ajustado mais elevado, uma

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

vez que este indica a percentagem do retorno das ações (para o curto-prazo) e do rácio *Tobin's q* (para o longo-prazo) que é explicada por cada medida de desempenho *non-GAAP* e restantes variáveis de controlo. Assim, um R^2 ajustado mais elevado é sinónimo de maior valor relevante.

Posteriormente é efetuada uma análise adicional considerando os valores dos Coeficientes de Regressão (β) associados a cada uma das variáveis independentes, de modo a contornar algumas limitações do R^2 (nomeadamente o facto deste ser influenciado pelo número de variáveis, uma vez que o seu valor aumenta quanto mais informação existir no modelo, ainda que uma das variáveis tenha pouco poder explicativo) e de verificar se as conclusões se mantêm para os dois tipos de análise. Desta forma, na análise adicional, a medida *non-GAAP* que apresenta maior coeficiente de regressão é a que tem maior relevância, dado que, quanto maior o coeficiente, maior o impacto que a variação de cada medida contabilística tem na rendibilidade das ações (para o curto-prazo) e no rácio *Tobin's q* (para o longo-prazo). A significância individual de cada uma foi testada através do valor-p que lhes está associado.

Por fim, as regressões foram realizadas para cada país e indústria, para os períodos durante e após a crise financeira, bem como para o total da amostra.

3.3.1. Medidas *Non-GAAP*: aplicação nos modelos

Com base na literatura existente foram selecionadas as seguintes medidas *non-GAAP* (ver Tabela I): o *Free Cash Flow* (FCF), a DL (Dívida Líquida), o EBITDA, o EBIT, o Resultado Líquido (RL) *non-GAAP* (sujeito a ajustamentos pelos gestores das empresas, por forma a aumentar o valor das *core earnings* e transmitir uma imagem mais favorável da entidade) e as *non-GAAP Earnings Per Share* (EPS), também sujeitas a ajustamentos pelos gestores. De modo a obter as duas últimas variáveis referidas, foram retiradas da *Thomson Reuters* o *Net Income Before Extraordinary Items* (NIBEI) e as *Basic EPS Excluding Extraordinary Items* (BEPSEEI), cuja descrição detalhada é apresentada em seguida, na Tabela I.

Importa referir que o EBITDA e o EBIT recebem especial atenção por parte das empresas europeias, uma vez que existe a possibilidade de os seus gestores não as reconhecerem como medidas *non-GAAP*.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Tabela I - Descrição das Variáveis de Interesse (Medidas de Desempenho *Non-GAAP*)

Variáveis	Autores de Referência	Fórmulas de Cálculo	Observações
FCF	Isidro & Marques (2008); Black (2016)	Retirada da <i>Thomson Reuters</i> : $FCF = \text{Cash Flow (CF)} - \text{CAPEX (Capital Expenditures)} - \text{Dividendos}$, sendo o CF dado pela dedução dos <i>preferred dividends</i> e das distribuições gerais aos <i>partners</i> à soma entre o RL depois de impostos e as depreciações e amortizações.	Adaptando a metodologia de Aliabadi <i>et al.</i> (2013), é feita a divisão pelo total das vendas e prestações de serviços, de modo a eliminar o efeito do possível enviesamento dos dados pela dimensão das empresas (apenas para as variáveis FCF, DL, EBITDA, EBIT e RL <i>Non-GAAP</i>)
DL	Black (2016); Relatório científico publicado pela Deloitte em 2019	Retirada da <i>Thomson Reuters</i> : DL = financiamentos obtidos - rúbricas de caixa e investimentos de curto-prazo.	
EBITDA	Isidro & Marques (2008)	Retiradas da <i>Thomson Reuters</i> : <i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations</i> e <i>Earnings Before Interests and Taxes</i> , respetivamente.	
EBIT			
RL <i>Non-GAAP</i>	Isidro & Marques (2008); Nunes (2012); Guillamon <i>et al.</i> (2017); Jennings & Marques (2011)	NIBEI: retirada da <i>Thomson Reuters</i> , dada pelo RL antes dos ajustes pelas rúbricas transitórias, tais como as alterações contabilísticas, as operações descontinuadas, o valor total das rúbricas extraordinárias e os impostos sobre estas.	
<i>Non-GAAP</i> EPS	Isidro & Marques (2008)	Retirada da <i>Thomson Reuters</i> : $BEPSEEI = \text{rendimento disponível para os acionistas após excluir as rúbricas transitórias} / \text{basic weighted average shares}$.	-

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

3.3.2. Ótica de Curto-Prazo

Nesta pesquisa foi adotado o modelo modificado de Aliabadi *et al.* (2013), baseado no original de Barton *et al.* (2010), uma vez que foram introduzidas quatro variáveis de controlo, descritas detalhadamente no Anexo III, a designar: *Size* (SIZE), *Leverage* (LEV), CAPEX e *Liquidity* (LIQ). A ótica de curto-prazo pode ser explicada através da seguinte regressão linear:

$$\mathbf{RETURN}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\mathbf{Medida\ non\ GAAP})_{it} \quad (1)$$

$$+ \beta_2 \mathbf{SIZE}_{it} + \beta_3 \mathbf{LEV}_{it} + \beta_4 \mathbf{CAPEX}_{it} + \beta_5 \mathbf{LIQ}_{it} + \alpha_1 \mathbf{INDU}_i + \alpha_2 \mathbf{COUNTRY}_i + \alpha_3 \mathbf{YEAR} + \mu_{it}$$

Tendo em consideração a literatura de Barton *et al.* (2010) e Aliabadi *et al.* (2013), a rendibilidade das ações (RETURN) foi considerada como variável dependente para o modelo de curto-prazo, sendo retirada da base de dados *Thomson Reuters Eikon* a variável YTD (*Year-to-Date*) *Total Return* e tendo em conta que o seu valor é calculado pelo retorno das ações da empresa *i* no ano fiscal *t*:

$$\mathbf{RETURN}_{it} = \frac{(\mathbf{PreçoFinal\ ação}_{it} - \mathbf{PreçoInicial\ ação}_{it}) + \mathbf{Dividendos}_{it}}{\mathbf{PreçoInicial\ ação}_{it}} \quad (2)$$

3.3.3. Ótica de Longo-Prazo

A visão de médio/longo-prazo é relevante para os investidores, uma vez que têm de tomar diariamente decisões de investimento e financiamento.

Para diversos autores, as medidas tradicionais podem induzir a uma visão restritiva de curto-prazo, logo recorrem ao rácio *Tobin's q* como alternativa, de modo a colmatar essas limitações, sendo que esta é considerada uma das medidas de mercado mais utilizadas na mensuração do desempenho (Aliabadi *et al.*, 2013). Além do mais, pode ser utilizado como *proxy* do desempenho de longo-prazo (Kang *et al.*, 2017). Assim, o modelo de longo-prazo, tem por base a seguinte regressão, cuja variável dependente é dada pelo *Tobin's q*:

$$\mathbf{TOBINQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\mathbf{Medida\ non\ GAAP})_{it} \quad (3)$$

$$+ \beta_2 \mathbf{SIZE}_{it} + \beta_3 \mathbf{LEV}_{it} + \beta_4 \mathbf{CAPEX}_{it} + \alpha_1 \mathbf{INDU}_i + \alpha_2 \mathbf{COUNTRY}_i + \alpha_3 \mathbf{YEAR} + \mu_{it}$$

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

No desenvolvimento deste modelo empírico, o *Tobin's q* foi calculado tendo em conta a versão modificada de Chung & Pruitt (1994) do modelo original de Lindenberg & Ross (1981):

$$TOBIN'S Q_{it} = \frac{Capitalização\ Bolsista_{it} + Dívida_{it}}{Valor\ Contabilístico\ Ativos_{it}} \quad (4)$$

Cuja capitalização bolsista e a dívida são dadas por:

$$Capitalização\ Bolsista_{it} = preço\ por\ ação_{it} * número\ de\ ações\ em\ circulação_{it} \quad (5)$$

$$Dívida_{it} = (Total\ Passivo\ Corrente_{it} - Total\ Ativo\ Corrente_{it}) + Total\ Dívida\ LP_{it} \quad (6)$$

Dado que a liquidez mede a capacidade de cada empresa fazer face às suas obrigações de curto-prazo, neste modelo, a variável *Liquidity* (LIQ) é excluída. Por outro lado, a capacidade de uma empresa cumprir com os compromissos de médio/longo-prazo é medida através da variável *Leverage* (LEV).

A descrição das variáveis de interesse (medidas de desempenho *non-GAAP*) e das variáveis de controlo está apresentada na Tabela I e no Anexo III, respetivamente.

4. Análise e Discussão de Resultados

Neste capítulo apresentam-se as estatísticas descritivas, a matriz de correlação das variáveis independentes e a tabela de correlações entre as variáveis dependentes e independentes, bem como os resultados das diversas análises efetuadas, de modo a destacar as medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus.

Algumas conclusões são retiradas do Anexo IV, nomeadamente que foram obtidas 12866 observações para as variáveis dependentes de ambas as óticas (*Return* e *Tobin's q*). É importante salientar alguns valores, visto que registou-se uma rendibilidade média das ações de 2,9% e o rácio *Tobin's q* registou um valor médio de 0,75, sendo que, quando este valor é inferior a 1 significa que o mercado pode estar a subvalorizar determinada empresa. Contrariamente ao que é sugerido pelo *current ratio* (média LIQ = 1,506), observa-se que, em média, as empresas em estudo apresentam um FCF negativo (-0,010), o que pode significar que estão com problemas de liquidez, pois não estão a conseguir gerar dinheiro suficiente para manter a atividade normal do negócio, ainda assim uma situação de FCF negativo pode não ser um problema, dado que pode indicar que a

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

empresa está a investir e se esses investimentos gerarem um retorno elevado, a estratégia tem potencial para gerar dinheiro no longo-prazo. Além disso, as empresas da amostra, em média, estão a financiar as suas operações maioritariamente através do recurso a capitais próprios e servem-se menos de capitais alheios (média LEV = 0,666). É de referir também que, em média, as empresas apresentam um RL *non-GAAP* (NIBEI) positivo.

Por fim, conclui-se que os dados seguem uma distribuição quase simétrica, dado que a maioria dos valores da média e mediana das variáveis utilizadas são muito próximos, o que significa que a média é uma boa medida de resumo do comportamento dos dados, assumindo desta forma o pressuposto da normalidade da distribuição.

4.1. Matriz de Correlações

Os Anexos V e VI representam a matriz de correlações das variáveis independentes e a tabela de correlações entre as variáveis dependentes e independentes, respetivamente. É possível identificar, através da primeira, que quase todos os coeficientes de correlação de *Pearson* (r) são estatisticamente significativos para as medidas de desempenho *non-GAAP* e que existem poucas correlações elevadas (superiores a 0,7) para esse tipo de medidas. Contudo, os valores elevados das correlações são expectáveis, dado que a maioria delas são calculadas com base nos resultados de cada empresa, no entanto excluem-se possíveis problemas de multicolinearidade, pois as diversas medidas *non-GAAP* não são aplicadas conjuntamente nas regressões dos modelos de curto e longo-prazo.

Analisando o Anexo VI, apenas o coeficiente de correlação entre o *Return* e o CAPEX não é estatisticamente significativo, verificando-se que todas as restantes variáveis apresentam uma fraca correlação (inferior a 0,7) com o *Return*, sendo que a medida *non-GAAP* que se encontra mais correlacionada com a variável dependente do modelo de curto-prazo é o FCF (0,175). As restantes variáveis de interesse (medidas *non-GAAP*) e de controlo apresentam também uma correlação positiva com o *Return*, à exceção da Dívida Líquida (DL) e da *Leverage* (LEV), o que faz sentido economicamente, visto que quanto maior o nível de endividamento de uma empresa, menos atrativa se torna para os investidores, o que faz com o que a rendibilidade das ações evolua no sentido inverso.

Relativamente ao longo-prazo, a tabela do Anexo VI demonstra que todas as correlações são estatisticamente significativas, apesar de serem fracas entre as variáveis

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

independentes e o *Tobin's q*, sendo que, neste caso a medida *non-GAAP* que apresenta maior correlação com o mesmo é o EBITDA (0,285).

4.2. Análise de Curto-Prazo

4.2.1. Análise Global

Através da análise do R^2 ajustado verifica-se que, de modo geral, a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores a nível europeu é o FCF, cujo *Return* é explicado em 3,4% por esta variável, tal como comprova o Anexo VI, onde o FCF é a medida *non-GAAP* mais correlacionada com a variável dependente de curto-prazo. Por sua vez, neste estudo, a medida de desempenho *non-GAAP* que regista menor R^2 ajustado é a DL, conforme apresentado na Tabela II.

Tabela II - R^2 ajustado: Análise Global de Curto-Prazo

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
R^2 ajustado	0,034	0,014	0,016	0,024	0,030	0,023

Para Nakhei *et al.* (2013) e Fitas (2017) o ROE é o rácio mais relevante para um investidor, pois regista o maior R^2 ajustado para esta análise, enquanto Lopes (2015) considera o ROA a medida de desempenho GAAP mais valorizada pelos investidores europeus. Verificou-se, no entanto, que no estudo levado a cabo por Fitas (2017) os valores para o Coeficiente de Determinação Múltiplo são mais elevados em relação aos do presente estudo. Uma razão que pode estar na origem destes resultados é a redução do valor relevante das medidas *non-GAAP* e a capacidade de as mesmas providenciarem uma mensuração fiável do desempenho da empresa (Ebaid, 2011).

O Anexo VII apresenta os resultados gerais da análise adicional efetuada com base nos Coeficientes de Regressão obtidos para as medidas de desempenho *non-GAAP*. Assumindo a hipótese de normalidade dos erros aleatórios, a significância estatística das variáveis independentes pode ser testada recorrendo ao valor-p (Caiado, 2016). Assim, todas as medidas de desempenho *non-GAAP* são estatisticamente significativas no curto-prazo. Quando analisados os resultados de forma geral para a análise adicional, o FCF é a medida que apresenta maior relevância no curto-prazo (com um coeficiente de 0,669). Por outro lado, a DL apresenta um coeficiente negativo de 0,030, o que indica que uma

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

variação de um ponto percentual nessa medida leva à diminuição, em média, de 0,030 pontos percentuais na variável dependente de curto-prazo, mantendo tudo o resto constante.

É possível identificar diferenças nos resultados obtidos através da análise do R^2 ajustado e dos Coeficientes de Regressão, dado que o R^2 ajustado pode ser influenciado pelo número de variáveis, uma vez que o seu valor aumenta quanto mais informação existir no modelo, ainda que uma das variáveis tenha pouco poder explicativo (Damodar, 2003).

Segundo Doyle *et al.* (2013), as divulgações *non-GAAP* podem ser utilizadas como uma ferramenta de gestão de resultados. Deste modo, perante esta prática, faz sentido que o FCF seja a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada, uma vez que aumenta o conservadorismo dos investidores em relação a medidas que têm por base resultados (Iatridis & Dimitras, 2013).

Nos capítulos seguintes é efetuada a análise mais detalhada acerca da perceção que os investidores europeus têm da relevância de cada medida de desempenho *non-GAAP*.

4.2.2. Análise por País

A Tabela III apresenta, através do R^2 ajustado, a relevância atribuída às várias medidas de desempenho *non-GAAP* em cada um dos 12 países europeus pertencentes à amostra.

Tabela III - R^2 ajustado: Análise de Curto-Prazo por País

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Alemanha	0,043	0,007	0,012	0,026	0,033	0,022
Áustria	-0,005	0,004	-0,011	-0,003	0,001	-0,012
Bélgica	-0,001	0,001	-0,007	-0,005	-0,009	-0,004
Espanha	0,004	-0,005	0,002	-0,005	-0,003	0,000
Finlândia	0,052	0,013	0,029	0,029	0,036	0,021
França	0,041	0,027	0,024	0,030	0,035	0,027
Grécia	0,007	0,005	0,008	0,020	0,024	0,040
Holanda	0,022	0,002	0,012	0,020	0,032	0,016
Irlanda	0,099	0,249	0,105	0,105	0,050	0,088
Itália	0,033	0,013	0,022	0,033	0,037	0,020
Luxemburgo	0,295	0,336	0,181	0,181	0,240	0,343
Portugal	0,236	0,185	0,167	0,189	0,193	0,169

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Como é possível observar, o FCF é a medida mais valorizada pelos investidores entre os países estudados, uma vez que é a que apresenta maior valor relevante em 5 dos 12 países em estudo. Contudo, não existe uma medida *non-GAAP* que seja valorizada de forma consensual entre os vários países e não é identificável nenhum padrão entre eles, o que vai de encontro às conclusões retiradas por Barton *et al.* (2010) para as medidas GAAP.

Através do Anexo VIII tiram-se conclusões acerca da análise adicional efetuada com base nos Coeficientes de Regressão obtidos para as medidas de desempenho *non-GAAP*. Analisando os resultados por país e considerando as variáveis de interesse com significância estatística, conclui-se que o FCF é a mais valorizada pelos investidores europeus, em 3 dos 12 países. Seguidamente, apresenta-se a DL com o coeficiente mais elevado na Irlanda e no Luxemburgo, juntamente com o NIBEI, mais valorizado na Grécia e em Itália. Por fim, o EBITDA e o EBIT são as duas medidas *non-GAAP* com maior valor relevante em Espanha e na Holanda, respetivamente. É importante salientar que em Portugal a variável de interesse com maior coeficiente é o NIBEI, no entanto essa medida não é estatisticamente significativa e também não existe nenhuma outra com significância estatística no curto-prazo para o país em causa. A conclusão é semelhante à da análise através do R^2 ajustado, visto que, não existe nenhuma medida *non-GAAP* unanimemente valorizada pelos investidores entre os países estudados, assim como no estudo de Barton *et al.* (2010) e Aliabadi *et al.* (2013), sendo que estes autores procederam à análise para as medidas GAAP.

4.2.3. Análise por Indústria

Recorrendo à análise através do R^2 ajustado, na Tabela IV estão representadas as medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus no curto-prazo em cada uma das 10 indústrias que compõem a amostra. À semelhança da análise por país, a variável de interesse com maior valor relevante varia consoante a indústria a que as empresas pertencem, sendo que o FCF é a que regista maior R^2 ajustado em 5 das 10 indústrias estudadas.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Tabela IV - R² ajustado: Análise de Curto-Prazo por Indústria

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Consumer Discretionary	0,032	0,013	0,020	0,027	0,030	0,022
Consumer Services	0,059	-0,009	-0,001	-0,004	0,013	-0,004
Consumer Staples	0,048	0,037	0,031	0,033	0,055	0,037
Energy	-0,003	0,034	0,019	-0,005	0,007	0,044
Health Care	0,038	0,052	0,051	0,047	0,048	0,041
Industrials	0,031	0,016	0,019	0,027	0,029	0,022
IT	0,039	0,010	0,007	0,018	0,028	0,022
Materials	0,037	0,023	0,029	0,032	0,033	0,021
Real Estate	0,050	0,024	0,029	0,036	0,061	0,060
Utilities	0,001	0,051	0,023	0,111	0,052	0,026

Tendo em conta ainda a análise adicional e considerando os Coeficientes de Regressão estatisticamente significativos, é possível concluir através do Anexo IX que o FCF é a medida *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores europeus, em 5 das 10 indústrias pertencentes à amostra, mais especificamente nas seguintes: *Consumer Discretionary*, *Consumer Services*, *Industrials*, *IT* e *Materials*. No entanto, também nesta análise a variável de interesse mais valorizada continua a variar tendo em conta as características do setor de atividade.

4.2.4. Análise ao Período de Crise

Com a inclusão dos efeitos da crise no estudo, o objetivo é apurar se existe alguma alteração na medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores após a recessão económica que se instalou na Europa entre 2008 e 2009.

De modo a analisar os efeitos da crise, o período estudado foi dividido em duas subamostras. Assim, a primeira subamostra é referente às observações dos anos de 2008 e 2009 (período de crise) e a segunda subamostra relativa ao período compreendido entre 2010 e 2018 (período pós-crise).

Tendo em conta a Tabela V, é possível concluir com base na análise pelo R² ajustado que a variável de interesse FCF é a mais valorizada pelos investidores no período de crise,

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

enquanto no período pós-crise (2010-2018) a medida de desempenho *non-GAAP* com maior valor relevante é o NIBEI.

Tabela V - R² ajustado: Análise de Curto-Prazo para o Período de Crise e Pós-Crise

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
2008-2009	0,038	0,022	0,025	0,023	0,031	0,028
2010-2018	0,030	0,014	0,017	0,040	0,041	0,029

Por sua vez, recorrendo à análise adicional com base nos Coeficientes de Regressão e considerando todas as variáveis de interesse com significância estatística, o Anexo X indica que os resultados são idênticos às conclusões com base no R² ajustado, isto é, a variável FCF continua a ser a que apresenta maior valor relevante no período de crise (a variação de um ponto percentual nessa variável faz com que o *Return* aumente, em média, 0,684 pontos percentuais, *ceteris paribus*) e o NIBEI novamente com o maior coeficiente para o período pós-crise (2010-2018).

Dado que, segundo Iatridis & Dimitras (2013), as empresas cotadas europeias têm tendência a recorrer a práticas de gestão de resultados na presença de uma situação de crise com o objetivo de proteger os seus níveis de desempenho, então faz sentido que a medida *non-GAAP* mais valorizada nesse período seja o FCF, uma vez que aumenta o conservadorismo dos investidores face a medidas que têm por base resultados, em épocas de recessão.

4.3. Análise de Longo-Prazo

4.3.1. Análise Global

A Tabela VI indica, através da análise do R² ajustado que, de modo geral, no longo-prazo a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores na Europa é o EBIT, com um valor de 14,3% para esse indicador. Por outro lado, a variável de interesse com menor R² ajustado (4,6%) é a DL.

Tabela VI - R² ajustado: Análise Global de Longo-Prazo

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
R² ajustado	0,059	0,046	0,133	0,143	0,116	0,056

Comparando com os resultados de curto-prazo, a medida *non-GAAP* com maior valor relevante registada nessa ótica é o FCF, sendo que estas diferenças resultam do facto de

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

o *Tobin's q* se centrar no valor de determinada empresa e não tanto na sua rentabilidade, ultrapassando assim limitações associadas a medidas como o *Return*.

À semelhança da análise pelo R^2 ajustado, também é possível identificar pelos Coeficientes de Regressão do Anexo XI que a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada no longo-prazo é o EBIT, com um coeficiente de 1,871, o que significa que uma variação de um ponto percentual nessa variável de interesse conduz, em média, a um aumento de 1,871 pontos percentuais no *Tobin's q*, *ceteris paribus*. Todas as variáveis de interesse são estatisticamente significativas no longo-prazo à exceção da DL e, além disso, mais uma vez as conclusões diferem entre as duas óticas temporais, dado que para a análise adicional global de curto-prazo a medida com maior coeficiente é o FCF e para o longo-prazo a mais relevante é o EBIT.

É importante ressaltar que, nesta ótica, as medidas *non-GAAP* que se destacam por apresentarem maior valor relevante, são medidas que têm por base resultados, ao contrário da ótica de curto-prazo, cuja medida mais valorizada pelos investidores europeus é o FCF.

4.3.2. Análise por País

Ao analisar os resultados da Tabela VII é possível concluir, através do R^2 ajustado, que o EBIT é a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada no longo-prazo pelos investidores europeus em 5 de 12 países em estudo.

Tabela VII - R^2 ajustado: Análise de Longo-Prazo por País

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Alemanha	0,017	0,008	0,114	0,116	0,099	0,025
Áustria	0,161	0,108	0,265	0,346	0,191	0,091
Bélgica	0,009	0,032	0,143	0,125	0,138	0,055
Espanha	0,119	0,058	0,168	0,191	0,181	0,061
Finlândia	0,106	0,086	0,281	0,276	0,193	0,097
França	0,059	0,045	0,150	0,140	0,082	0,041
Grécia	0,095	0,080	0,141	0,125	0,121	0,110
Holanda	0,102	0,174	0,163	0,159	0,137	0,084
Irlanda	0,517	0,461	0,537	0,498	0,565	0,428
Itália	0,066	0,041	0,125	0,186	0,170	0,119
Luxemburgo	0,303	0,058	0,294	0,091	0,079	0,023
Portugal	0,262	0,230	0,300	0,368	0,336	0,269

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Mais uma vez, os valores variam consoante as óticas temporais, dado que no curto-prazo a medida *non-GAAP* de destaque entre os países para esta análise foi o FCF. Além disso, também no longo-prazo não se pode afirmar que exista uma medida *non-GAAP* que seja valorizada de forma consensual entre todos os países, o que vai mais uma vez de encontro às conclusões que Barton *et al.* (2010) retirou para as medidas GAAP.

A análise adicional dos Coeficientes de Regressão sugere, conforme apresentado no Anexo XII e considerando todos os coeficientes estatisticamente significativos, que o NIBEI é a medida *non-GAAP* mais valorizada em 6 de 12 países europeus em estudo. À semelhança da análise do R² ajustado e da análise de curto-prazo por país, também nesta não é apresentado nenhum padrão relativamente à medida *non-GAAP* mais valorizada nos vários países, sendo que a variável com maior coeficiente no curto-prazo em 3 de 12 países é o FCF, portanto conclui-se que existe uma diferença entre as duas óticas temporais.

4.3.3. Análise por Indústria

Ao analisar os resultados representados na Tabela VIII, verifica-se que a medida *non-GAAP* com maior valor relevante é o EBIT, pois regista o maior R² ajustado em 4 das 10 indústrias em estudo, nomeadamente nas seguintes: *Consumer Services*, *Consumer Staples*, *Industrials* e *Materials*.

Tabela VIII - R² ajustado: Análise de Longo-Prazo por Indústria

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Consumer Discretionary	0,072	0,050	0,138	0,124	0,104	0,056
Consumer Services	0,149	0,094	0,208	0,261	0,234	0,157
Consumer Staples	0,167	0,151	0,206	0,253	0,221	0,191
Energy	0,184	0,176	0,157	0,160	0,116	0,292
Health Care	0,057	0,043	0,148	0,146	0,106	0,035
Industrials	0,078	0,049	0,128	0,143	0,114	0,053
IT	0,044	0,020	0,148	0,125	0,099	0,116
Materials	0,122	0,103	0,196	0,210	0,197	0,109
Real Estate	0,066	0,154	0,042	0,033	-0,011	0,149
Utilities	-0,008	0,063	0,025	0,032	0,035	0,205

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

À semelhança do que acontece na análise de curto-prazo, a medida *non-GAAP* mais valorizada varia tendo em conta a indústria em que as empresas operam.

Considerando a análise adicional e tendo em conta todos os Coeficientes de Regressão com significância estatística, observa-se a partir do Anexo XIII que o EBIT é a variável de interesse mais valorizada em 4 das 10 indústrias em estudo. Seguidamente, é apresentado o NIBEI, com o maior Coeficiente de Regressão em 3 das 10 indústrias pertencentes à amostra. Através desta análise continua a não ser possível identificar uma medida de desempenho *non-GAAP* que seja unanimemente relevante em todos os setores de atividade.

4.3.4. Análise ao Período de Crise

Com a análise do R^2 ajustado, conforme apresentado na Tabela IX, é possível verificar a existência de uma alteração na medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores europeus, sendo que no período de crise (anos de 2008 e 2009) foi o EBITDA que registou maior R^2 ajustado, ao passo que no período pós-crise (entre 2010 e 2018) passou a ser o EBIT a variável de interesse com maior valor relevante.

Tabela IX - R^2 ajustado: Análise de Longo-Prazo para o Período de Crise e Pós-Crise

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
2008-2009	0,063	0,040	0,193	0,145	0,128	0,046
2010-2018	0,058	0,046	0,126	0,143	0,115	0,057

É de salientar que a perceção que os investidores têm sobre o valor relevante das várias medidas de desempenho *non-GAAP* varia entre as óticas de curto e longo-prazo, uma vez que no longo-prazo, a variável FCF deixa de ser a preferida dos investidores no período de crise e o NIBEI deixa de ser a medida mais valorizada para o período pós-crise.

No que se refere aos efeitos da crise nos Coeficientes de Regressão das variáveis independentes (considerando todos os que apresentam significância estatística), é possível analisar, através da tabela apresentada no Anexo XIV, que durante a crise na Europa (2008 e 2009) a medida *non-GAAP* com maior coeficiente é novamente o EBITDA (1,799) e no período pós-crise (entre 2010 e 2018) a mais valorizada é também o EBIT (coeficiente de 1,924), tal como se verificou para a análise através do R^2 ajustado. Por fim, com a análise adicional também as variáveis de interesse mais valorizadas pelos investidores variam entre as duas óticas temporais, sendo que no longo-prazo deixa de ser

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

a variável FCF e o NIBEI a apresentar maior coeficiente para o período de crise e pós-crise, respetivamente.

5. Conclusões

5.1. Síntese do Estudo

O objetivo principal deste estudo passa por identificar qual a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores europeus, tendo sido aplicados dois modelos empíricos: um que tem por base uma ótica de curto-prazo, cuja variável dependente é dada pelo *Return* e outro referente ao longo-prazo, com o *Tobin's q* como variável dependente, sendo que o R^2 ajustado é utilizado como *proxy* do valor relevante. Além da análise através do R^2 ajustado, foi também levada a cabo uma análise adicional utilizando os Coeficientes de Regressão das variáveis independentes dos modelos. Deste modo, foram efetuadas as análises, em ambas as óticas, para o total das empresas da amostra, uma análise por país e indústria, tendo sido também analisado o impacto da crise na perceção dos investidores em relação à medida *non-GAAP* mais relevante.

No curto-prazo, os resultados globais através do R^2 ajustado indicam que o FCF é a medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores europeus, sendo esse resultado confirmado através das análises por país e indústria, que são mais detalhadas e indicam que essa é a medida *non-GAAP* com maior valor relevante em 5 dos 12 países em estudo e em 5 das 10 indústrias pertencentes à amostra. Ainda assim, não se afirma que exista uma medida *non-GAAP* unanimemente valorizada entre os vários países e indústrias. Efetuada a análise ao período de crise que eclodiu na Europa entre os anos de 2008 e 2009, registou-se uma alteração da perceção dos investidores face às diversas medidas de desempenho *non-GAAP*, sendo a variável FCF a mais valorizada no período de crise (2008 e 2009) e o NIBEI a medida *non-GAAP* com maior R^2 ajustado durante o período pós-crise (entre 2010 e 2018), para o curto-prazo.

Uma vez analisados os resultados a longo-prazo e comparando as duas óticas, foi possível concluir que a medida *non-GAAP* mais relevante varia entre elas, pois tendo em conta os resultados globais, foi o EBIT a variável de interesse com maior R^2 ajustado no modelo de longo-prazo. Também nas análises por país e indústria registou-se uma alteração na preferência dos investidores, sendo o EBIT a medida *non-GAAP* preferida em 5 dos 12 países e a que também registou maior R^2 ajustado em 4 das 10 indústrias em

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

estudo. Para além do mais, passou a ser, no longo-prazo, o EBITDA e o EBIT as variáveis de interesse com maior valor relevante no período de crise (anos de 2008 e 2009) e no período pós-crise (entre 2010 e 2018), respetivamente.

A origem da diferença entre as duas óticas está nas variáveis dependentes dos modelos (*Return* para o curto-prazo e *Tobin's q* para o longo-prazo), pois estas medem realidades distintas, visto que o *Tobin's q* é um rácio mais focado no valor de uma empresa e não tanto na sua rentabilidade ou das suas ações, como é o *Return*.

Por outro lado, quando consideramos a análise adicional com base nos Coeficientes de Regressão e considerando todos os que são estatisticamente significativos, verificamos que os seus resultados gerais são idênticos às conclusões baseadas nos valores do R^2 ajustado, tanto para o curto-prazo como para o longo-prazo, dado que o FCF e o EBIT são mais uma vez as medidas *non-GAAP* com maior valor relevante, respetivamente. Além disso, o FCF é a variável de interesse mais valorizada entre os países (3 em 12 países) e indústrias (5 em 10 indústrias) em estudo, considerando o modelo de curto-prazo. Por sua vez, a medida *non-GAAP* com maior importância nessa ótica para o período de crise (2008 e 2009) é novamente o FCF e para o período pós-crise (entre 2010 e 2018) apresenta-se também o NIBEI com o maior Coeficiente de Regressão.

Tendo em conta o modelo de longo-prazo, na análise adicional passou a ser o NIBEI em vez do EBIT a variável de interesse mais valorizada entre os países (em 6 de 12 países), enquanto o EBIT foi a que registou o maior Coeficiente de Regressão em 4 das 10 indústrias da amostra. Para o período de crise e pós-crise as conclusões são iguais às da análise com base no Coeficiente de Determinação Múltiplo, sendo o EBITDA e o EBIT as que se destacam por registarem o maior Coeficiente de Regressão, respetivamente.

Assim, na ótica de curto-prazo, a medida de desempenho *non-GAAP* que se destaca em todas as análises por apresentar maior valor relevante é o FCF, ao passo que na ótica de longo-prazo são mais valorizadas as medidas que têm por base resultados. Faz sentido que na presença de gestão de resultados (cujas divulgações *non-GAAP* são consideradas uma das ferramentas) a medida de maior relevância seja o FCF, dado que esta prática leva ao aumento do conservadorismo dos investidores face a medidas que têm por base resultados (Iatridis & Dimitras, 2013).

Por fim, ao analisar detalhadamente os resultados, observam-se ligeiras diferenças a nível dos valores obtidos entre a análise com base no R^2 ajustado e a análise adicional,

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

contudo as conclusões gerais são iguais para ambas, uma vez que não existe nenhuma medida de desempenho *non-GAAP* que seja unanimemente valorizada entre os países e indústrias estudados e, para além disso, após o início da recessão económica na Europa, a perceção dos investidores relativamente à medida *non-GAAP* com maior valor relevante sofreu alterações em ambas as óticas.

5.2. Limitações do Estudo

A principal limitação deste estudo está relacionada com a definição das variáveis de interesse, uma vez que as medidas de desempenho *non-GAAP* são calculadas pelos gestores, sujeitas aos seus próprios critérios e ajustamentos, portanto não existe um cálculo universal para este tipo de medidas alternativas. Além disso, a existência de um número reduzido de observações para alguns dos países da amostra em relação a outros não é uma situação positiva, dado que essa discrepância pode ter influência nos resultados. Por fim, não estão contemplados na amostra todos os países da Europa, devido a restrições também relacionadas com o reduzido número de observações nesses que não foram incluídos, o que faz com haja a possibilidade de se perderem conclusões importantes, como por exemplo a existência de um padrão na medida de desempenho *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores nos países da Europa de leste.

5.3. Sugestões para Investigações Futuras

Em termos de investigação futura, seria pertinente estudar a relação entre a medida *non-GAAP* mais valorizada pelos investidores europeus e as práticas de gestão de resultados nos países da Europa, por forma a identificar a possível existência de um padrão relativamente à métrica *non-GAAP* com maior valor relevante nos países onde estas práticas sejam mais e menos recorrentes. Além disso, podia ser incluído no estudo uma variável que relacionasse a medida *non-GAAP* de maior relevância para os investidores e a proteção legal dos mesmos nos diversos países europeus, isto é, averiguar se existe algum padrão em relação ao tipo de medida alternativa mais valorizada nos países de *common law* (maior proteção legal dos investidores e maior dependência da jurisprudência) e nos países de *code law*.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Referências Bibliográficas

Aliabadi, S., Dorestani, A. & Balsara, N. (2013). The most value relevant accounting performance measure by industry. *Journal of Accounting and Finance* 13 (1), 22-34.

Allee, K., Bhattacharya, N., Black, E. & Christensen, T. (2007). Pro forma disclosure and investor sophistication: external validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society* 32 (3), 201-222.

Amir, E., Harris, T. & Venuti, E. (1993). A Comparison of the Value Relevance of U.S versus GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research* 31, Supplement, 230-264.

Andersson, P. & Hellman, N. (2007). Does pro forma reporting bias analyst forecasts? *European Accounting Review* 16 (2), 277-289.

Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluations of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2), 159-178.

Barth, M., Landsman, W. & Lang, M. (2008). International Accounting Standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research* 46 (3), 467-498.

Barton, J., Hansen, B. & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors value the most and why? *The Accounting Review* 85 (3), 753-789.

Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T. & Larson, C. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting & Economics* 36 (1-3), 285-319.

Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T. & Mergenthaler, R. (2004). Empirical evidence on recent trends in pro forma reporting. *Accounting Horizons* 18, 27-43.

Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T. & Mergenthaler, R. (2007). Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review* 82 (3), 581-619.

Black, D. & Christensen, T. (2009). U.S. Managers' use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings benchmarks. *Journal of Business Finance and Accounting* 36, 297-326.

Black, E. (2016). The Ethical Reporting of Non-GAAP Performance Measures. *Revista de Contabilidade e Finanças* 27 (70), 7-11.

Brown, L. & Sivakumar, K. (2003). Comparing the quality of two operating income measures. *Review of Accounting Studies* 4, 561-572.

Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24, 99-126.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Caiado, J. (2016). *Métodos de Previsão em Gestão – com aplicações em Excel*, 2ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo.

Cardeira, J. (2012). Manipulação de Resultados e a Divulgação de Resultados Non GAAP. Instituto Universitário de Lisboa: *Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa*.

Chen, K. & Lee, C.W. (1995). Accounting Measures of Business Performance and Tobin's q Theory. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 10 (3), 587-609.

Christensen, T. (2007). Discussion of “Letting the tail wag the dog”: the debate over GAAP versus street earnings revisited. *Contemporary Accounting Research* 24, 741-762.

Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23 (3), 70-74.

Committee on European Securities Regulators (2005). CESR Recommendation on Alternative Performance Measures [Em linha]. Disponível em: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-201-5512?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-201-5512?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) [Acesso em: 2019/5/14].

Damodar, N.G. (2003). *Basic Econometrics*, 4ª Ed. Boston: McGraw-Hill.

Dechow, M., Richardson, S. & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies* 8, 355-384.

Deloitte (2019). A Roadmap to Non-GAAP Financial Measures [Em linha]. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/audit/articles/a-roadmap-to-non-gaap-financial-measures.html> [Acesso em: 2019/5/22].

Doyle, J., Jennings, J. & Solimon, M. (2013). Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts? *Journal of Accounting and Economics* 56, 40-56.

Doyle, J. & Solomon, M. (2002). Do Managers Use Pro Forma Earnings to Exceed Analyst Forecasts? *Working Paper - University of Michigan*.

Ebaid, I. (2011). The value relevance of accounting-based performance measures in emerging economies – The case of Egypt. *Management Research Review* 35 (1), 69-88.

Elliott, W. (2006). Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review* 81 (1), 113-133.

Feng, C. & Wang, R. (2000). Performance evaluation for Airlines including the consideration of financial ratios. *Journal of Air Transport Management* 6 (3), 133-142.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Financial Accounting Standards Board 2002. Financial performance reporting by business enterprises [Em linha]. Disponível em: <https://www.fasb.org/action/aa091102.shtml> [Acesso em: 2019/4/26].

Fitas, A. (2017). As Medidas de Desempenho Mais Valorizadas Pelos Investidores na Europa: Ótica de Curto-Prazo vs. Ótica de Longo-Prazo. Universidade de Lisboa: *Lisbon School of Economics & Management*.

Francis, J., Khurana, I. & Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital Around the World. *Accounting Review* 80, 1125-1162.

Gentry, R. & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it? *Journal of Managerial Issues* 22 (4), 514-530.

Guillamon-Saorin, E., Isidro, H. & Marques, A. (2017). Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. *Journal of Business Finance and Accounting* 44 (3-4), 448-479.

Graham, J., Harvey, C. & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3), 3-73.

Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013). Financial crisis and accounting quality: Evidence from five European countries. *Advances in Accounting* 29 (1), 154-160.

Isidro, H. & Marques, A. (2008). Non-GAAP Financial Disclosures: Evidence from European Firms' Press Releases. *AAA 2009 Mid-Year International Accounting Section (IAS) Meeting*.

Isidro, H. & Marques, A. (2015). The Role of Institutional and Economic Factors in the Strategic Use of Non-GAAP Disclosures to Beat Earnings Benchmarks. *European Accounting Review* 24 (1), 95-128.

Jennings, R. & Marques, A. (2011). The joint effects of corporate governance and regulation on the disclosure of manager-adjusted non-GAAP earnings. *Journal of Business Finance & Accounting* 38 (3-4), 364-394.

Kang, H., Anderson, R., Eom, K. & Kang, S. (2017). Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance. *Journal of Corporate Finance* 43 (3), 40-353.

Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3), 505-527.

Lev, B. & Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research* 37, 353-385.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Liargovas, P.G. & Skandalis, K.S. (2012). The impact of leverage and other key variables on business performance: evidence from Greece. *International Journal of Economics and Business Research* 4 (4), 472-484.

Lindenberg, E., & Ross, S. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business* 54 (1), 1-32.

Lopes, D. (2015). Quais as Medidas de Desempenho Mais Valorizadas Pelos Investidores: Caso Europeu. Universidade de Lisboa: *Lisbon School of Economics & Management*.

Lougee, B. & Marquardt, C. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: an empirical examination of pro forma earnings. *The Accounting Review* 79, 769-795.

Mironiuc, M., Carp, M. & Chersan, I.C. (2015). The Relevance of Financial Reporting on the Performance of Quoted Romanian Companies in the Context of Adopting the IFRS. *Procedia Economics and Finance* 20, 404-413.

Nakhaei, H., Hamid, N. & Anuar, M. (2013). Evaluation of Company Performance with Accounting and Economic Criteria in Bursa Malaysia. *Journal of Global Business and Economics* 6 (1), 49-62.

Nunes, F. (2012). The Effect of Corporate Governance Quality on the Strategic Use of Non-GAAP Disclosures to Beat Earnings Benchmarks. Instituto Universitário de Lisboa: *Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa*.

Peasnell, K., Pope, P. & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 1311-1346.

Phillips, T., Luehlfing, M. & Vallario, C. (2002). Hazy reporting. *Journal of Accountancy* (August), 47-50.

Robu, V. & Ciora, C. (2010). Measuring Performance, Value Creation and Value-Based Management in the Context of Competitiveness and Globalization. *Annals of the University of Craiova, Economic Sciences Series* 2 (8), 108-115.

Shepherd, W. G. (1986). Tobin's q and the Structure – Performance Relationship: Comment. *American Economic Review* 76 (5), 1205-1210.

Smirlock, M., Gilligan, T. & Marshall, W. (1984). Tobin's q and the Structure – Performance Relationship. *American Economic Review* 74 (5), 1051-1060.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), 15-29.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Wang, Y.-J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management* 12, 159-169.

Weil, J. (2001). Companies pollute earnings reports leaving P/E ratios hard to calculate [Em linha]. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/SB998339424717089333> [Acesso em: 2019/5/16].

Anexos

Anexo I - Distribuição das Empresas por Ano e País

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Alemanha	172	229	269	301	309	305	327	330	351	316	339	3248
Áustria	12	26	29	36	40	37	35	41	44	36	39	375
Bélgica	45	60	60	43	67	69	73	68	74	62	76	697
Espanha	31	58	63	66	80	56	71	79	97	107	96	804
Finlândia	32	46	69	63	76	70	76	78	88	88	89	775
França	181	273	337	334	357	327	387	364	391	379	370	3700
Grécia	33	87	67	62	69	87	82	85	81	70	93	816
Holanda	31	39	61	48	54	59	62	59	68	56	69	606
Irlanda	2	8	12	13	8	8	17	14	22	16	20	140
Itália	60	100	127	102	120	110	133	142	156	141	161	1352
Luxemburgo	4	3	2	6	6	9	8	9	9	8	9	73
Portugal	19	23	27	24	25	21	29	27	30	25	30	280

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo II - Distribuição das Empresas por Ano e Indústria

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Consumer Discretionary	63	123	135	152	170	149	184	177	188	180	188	1709
Consumer Services	63	94	104	95	113	91	115	115	119	112	121	1142
Consumer Staples	72	85	100	104	108	99	112	106	123	122	112	1143
Energy	13	22	36	33	35	32	35	30	34	34	33	337
Health Care	56	65	85	76	91	81	92	93	105	95	104	943
Industrials	122	217	250	248	262	264	296	312	334	296	308	2909
IT	77	143	173	161	178	174	197	178	187	169	189	1826
Materials	45	59	73	78	91	89	95	96	102	92	99	919
Real Estate	76	93	116	102	118	134	130	138	153	164	184	1408
Utilities	35	50	50	44	45	45	47	52	57	50	55	530

Anexo III - Descrição das Variáveis de Controlo

Variáveis	Autores de Referência	Fórmulas de Cálculo	Observações
SIZE	Aliabadi <i>et al.</i> (2013)	Logaritmo do total dos ativos	Referente à dimensão da empresa.
LEV	Liargovas & Skandalis (2012)	Dívida/CP	Obtida através do rácio <i>debt-to-equity</i> , retirada da <i>Thomson Reuters</i> . É amplamente utilizada na literatura, dado que se trata de um dos principais rácios utilizados nas análises financeiras das empresas como medida de alavancagem.
LIQ	Aliabadi <i>et al.</i> (2013)	Ativo Corrente/ Passivo Corrente	Também designada por <i>Current Ratio</i> , mede a liquidez da empresa, ou seja, a capacidade de cumprir com as suas obrigações de curto-prazo e satisfazer as necessidades de tesouraria, portanto só é utilizada como variável de controlo no modelo de curto-prazo.
CAPEX	Aliabadi <i>et al.</i> (2013)	Variável CAPEX retirada da <i>Thomson Reuters</i> , referindo-se ao montante gasto em aquisições de Ativos Fixos Tangíveis (AFT). Pode também compreender ativos intangíveis, caso não sejam divulgados separadamente.	É efetuada a divisão pelo total do ativo, com o objetivo de eliminar o efeito do eventual enviesamento dos dados pela dimensão das empresas, de acordo com a metodologia de Aliabadi <i>et al.</i> (2013).
COUNTRY	–	–	Controla o efeito dos diferentes países e foi criada para cada um deles em que as empresas se encontram sediadas.
INDU	–	–	Controla o efeito das diferentes características do setor de atividade e foi criada para cada uma das indústrias em que as empresas da amostra se inserem.
YEAR	–	–	Controla o efeito dos anos e corresponde a cada um desses anos em estudo.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo IV - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Return	12866	0,029	0,021	0,258	- 0,469	0,613
Tobin's Q	12866	0,750	0,669	0,407	0,161	1,966
FCF/Vendas	10062	- 0,010	0,010	0,079	- 0,357	0,109
ND/Vendas	10368	0,258	0,151	0,409	- 0,326	2,057
EBITDA/Vendas	10387	0,122	0,108	0,086	- 0,070	0,390
EBIT/Vendas	10478	0,066	0,062	0,073	- 0,161	0,268
NIBEI/Vendas	10577	0,027	0,032	0,069	- 0,250	0,187
BEPSEEI	10450	0,649	0,329	0,914	- 0,800	3,519
CAPEX/Ativos	10486	0,035	0,031	0,025	0,000	0,100
Log (ativos)	10323	8,425	8,378	0,686	7,194	9,800
LIQ	10421	1,506	1,364	0,609	0,644	3,423
LEV	10604	0,666	0,562	0,522	0,000	2,131

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo V - Matriz de Correlação das Variáveis Independentes

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI	CAPEX	SIZE	LIQ	LEV
FCF	1									
ND	- 0,218***	1								
EBITDA	0,212***	0,233***	1							
EBIT	0,380***	0,090***	0,804***	1						
NIBEI	0,558***	- 0,092***	0,569***	0,755***	1					
BEPSEEI	0,265***	- 0,081***	0,262***	0,378***	0,458***	1				
CAPEX	- 0,112***	- 0,057***	0,167***	0,067***	0,067***	0,103***	1			
SIZE	0,090***	0,088***	0,177***	0,221***	0,168***	0,329***	0,095***	1		
LIQ	0,072***	- 0,215***	0,090***	0,145***	0,165***	0,043***	0,019*	-0,098***	1	
LEV	- 0,118***	0,531***	0,012	- 0,012	- 0,123***	- 0,009	0,018*	0,205***	-0,315***	1

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Anexo VI - Tabela de Correlações entre Variáveis Dependentes e Independentes

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI	CAPEX	SIZE	LIQ	LEV
Return	0,175***	- 0,077***	0,076***	0,138***	0,164***	0,157***	- 0,008	0,099***	0,056***	- 0,018*
Tobin's Q	0,029***	- 0,020**	0,285***	0,278***	0,228***	0,124***	0,075***	0,054***	0,054***	- 0,085***

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo VII - Resultados Gerais da Análise Adicional de Curto-Prazo

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Coefficiente	0,669***	- 0,030**	0,247***	0,469***	0,638***	0,036***
	(11,10)	(- 2,16)	(4,88)	(8,29)	(10,30)	(7,89)
Valor-p	0,000	0,031	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística de teste t encontra-se entre parêntesis.

Anexo VIII - Resultados da Análise Adicional de Curto-Prazo por País

		FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Alemanha	Coefficiente	0,885***	0,015	0,338***	0,653***	0,846***	0,040***
	Valor-p	0,000	0,708	0,001	0,000	0,000	0,000
Áustria	Coefficiente	0,508	0,155	0,345	0,472	0,626	- 0,015
	Valor-p	0,233	0,111	0,331	0,194	0,117	0,526
Bélgica	Coefficiente	0,404	0,047	0,013	0,240	0,206	- 0,007
	Valor-p	0,152	0,541	0,958	0,381	0,486	0,729
Espanha	Coefficiente	0,313	- 0,053	0,367*	0,234	0,195	0,039*
	Valor-p	0,133	0,312	0,070	0,251	0,387	0,079
Finlândia	Coefficiente	1,393***	0,086	0,697***	0,744***	0,966***	0,061**
	Valor-p	0,000	0,202	0,001	0,002	0,000	0,012
França	Coefficiente	0,701***	-0,055**	0,186**	0,454***	0,601***	0,032***
	Valor-p	0,000	0,030	0,046	0,000	0,000	0,000
Grécia	Coefficiente	0,141	- 0,042	0,148	0,402	0,609**	0,134***
	Valor-p	0,517	0,338	0,524	0,103	0,025	0,001
Holanda	Coefficiente	0,684**	0,059	0,502	0,778**	0,617**	0,052**

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Irlanda	Valor-p	0,023	0,391	0,144	0,033	0,035	0,029
	Coeficiente	0,823	-0,516***	- 0,798	- 0,993	0,241	0,049
Itália	Valor-p	0,239	0,001	0,156	0,158	0,721	0,325
	Coeficiente	0,669***	- 0,014	0,420***	0,560***	0,671***	0,027
Luxemburgo	Valor-p	0,000	0,722	0,004	0,000	0,000	0,161
	Coeficiente	0,305	0,435*	- 0,782	0,233	0,036	0,381*
Portugal	Valor-p	0,747	0,093	0,746	0,919	0,990	0,075
	Coeficiente	- 0,028	- 0,181	0,075	0,557	0,975	0,045
	Valor-p	0,966	0,124	0,859	0,227	0,181	0,664

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Anexo IX - Resultados da Análise Adicional de Curto-Prazo por Indústria

		FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Consumer Discretionary	Coeficiente	0,737***	- 0,057	0,433***	0,587***	0,698***	0,036***
	Valor-p	0,000	0,268	0,003	0,000	0,000	0,001
Consumer Services	Coeficiente	1,086***	- 0,014	0,291*	0,342*	0,634***	0,031
	Valor-p	0,000	0,773	0,092	0,072	0,002	0,108
Consumer Staples	Coeficiente	0,525***	-0,073**	0,037	0,254	0,808***	0,013
	Valor-p	0,006	0,050	0,807	0,177	0,000	0,328
Energy	Coeficiente	0,444	0,021	0,152	0,508	0,186	0,065**
	Valor-p	0,280	0,706	0,553	0,147	0,540	0,029
Health Care	Coeficiente	0,237	- 0,101	0,429**	0,465**	0,437**	0,051**
	Valor-p	0,196	0,138	0,040	0,023	0,034	0,013
Industrials	Coeficiente	0,730***	- 0,035	0,358***	0,579***	0,690***	0,034***
	Valor-p	0,000	0,186	0,002	0,000	0,000	0,000
IT	Coeficiente	0,850***	-0,148**	0,258**	0,494***	0,714***	0,058***
	Valor-p	0,000	0,013	0,043	0,000	0,000	0,000

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Materials	Coefficiente	0,625***	0,013	0,164	0,327	0,343	0,002
	Valor-p	0,006	0,843	0,332	0,106	0,127	0,868
Real Estate	Coefficiente	0,368*	0,029	0,323	0,511*	0,508*	0,049***
	Valor-p	0,077	0,550	0,181	0,064	0,076	0,004
Utilities	Coefficiente	-0,148	0,137*	0,341	0,678**	0,671	-0,012
	Valor-p	0,717	0,057	0,274	0,038	0,130	0,726

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Anexo X - Resultados da Análise Adicional de Curto-Prazo para os Períodos de Crise e Pós-Crise

		FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
2008-2009	Coefficiente	0,684**	0,039	- 0,082	- 0,226	- 0,279	- 0,037**
		(2,28)	(0,84)	(- 0,50)	(- 1,30)	(- 1,54)	(- 2,89)
	Valor-p	0,023	0,401	0,621	0,195	0,125	0,017
2010-2018	Coefficiente	0,780***	- 0,037***	0,291***	0,586***	0,803***	0,045***
		(12,18)	(-2,60)	(5,51)	(9,86)	(12,33)	(9,56)
	Valor-p	0,000	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística de teste t encontra-se entre parêntesis.

Anexo XI - Resultados Gerais da Análise Adicional de Longo-Prazo

	FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Coefficiente	0,564***	0,026	1,575***	1,871***	1,751***	0,054***
	(7,09)	(1,47)	(24,22)	(25,87)	(21,63)	(8,58)
Valor-p	0,000	0,142	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística de teste t encontra-se entre parêntesis.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo XII - Resultados da Análise Adicional de Longo-Prazo por País

		FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Alemanha	Coefficiente	0,533***	0,037	1,808***	2,141***	2,214***	0,041***
	Valor-p	0,003	0,447	0,000	0,000	0,000	0,002
Áustria	Coefficiente	0,894	0,071	2,546***	3,368***	2,148***	0,058*
	Valor-p	0,123	0,490	0,000	0,000	0,000	0,063
Bélgica	Coefficiente	- 0,124	0,011	1,859***	1,957***	2,184***	0,107***
	Valor-p	0,672	0,909	0,000	0,000	0,000	0,000
Espanha	Coefficiente	1,008***	- 0,086	1,695***	1,898***	1,927***	0,069**
	Valor-p	0,000	0,198	0,000	0,000	0,000	0,021
Finlândia	Coefficiente	1,580***	0,305***	3,373***	3,649***	2,987***	0,172***
	Valor-p	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000
França	Coefficiente	0,317**	0,082***	1,589***	1,677***	1,045***	0,013
	Valor-p	0,028	0,010	0,000	0,000	0,000	0,229
Grécia	Coefficiente	0,139	- 0,039	0,745***	0,871***	0,954***	0,122***
	Valor-p	0,481	0,314	0,000	0,000	0,000	0,001
Holanda	Coefficiente	0,449	0,446***	1,905***	1,985***	1,756***	0,078**
	Valor-p	0,229	0,000	0,000	0,000	0,000	0,017
Irlanda	Coefficiente	0,576	0,222	2,202***	1,864**	1,519**	0,124*
	Valor-p	0,464	0,260	0,001	0,014	0,024	0,095
Itália	Coefficiente	0,981***	- 0,063	1,544***	2,070***	2,207***	0,212***
	Valor-p	0,000	0,216	0,000	0,000	0,000	0,000
Luxemburgo	Coefficiente	- 0,952	0,291*	4,280**	4,054	1,637	- 0,332*
	Valor-p	0,300	0,061	0,015	0,107	0,420	0,086
Portugal	Coefficiente	1,149*	- 0,010	1,152***	1,819***	2,583***	0,257**
	Valor-p	0,089	0,940	0,003	0,000	0,000	0,020

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo XIII - Resultados da Análise Adicional de Longo-Prazo por Indústria

		FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
Consumer Discretionary	Coefficiente	0,921***	- 0,001	1,648***	1,692***	1,659***	0,009
	Valor-p	0,000	0,994	0,000	0,000	0,000	0,537
Consumer Services	Coefficiente	1,039***	0,146**	1,846***	2,370***	2,320***	0,163***
	Valor-p	0,000	0,022	0,000	0,000	0,000	0,000
Consumer Staples	Coefficiente	0,813***	-0,075	1,282***	2,083***	2,103***	0,012
	Valor-p	0,003	0,130	0,000	0,000	0,000	0,506
Energy	Coefficiente	1,334***	0,153**	0,681**	0,992**	0,201	0,135***
	Valor-p	0,006	0,037	0,029	0,015	0,550	0,000
Health Care	Coefficiente	- 0,298	- 0,102	1,984***	1,825***	1,267***	- 0,075**
	Valor-p	0,279	0,345	0,000	0,000	0,000	0,019
Industrials	Coefficiente	1,208***	0,074**	1,703***	2,072***	1,880***	0,047***
	Valor-p	0,000	0,042	0,000	0,000	0,000	0,000
IT	Coefficiente	0,792***	0,069	2,013***	1,909***	1,810***	0,181***
	Valor-p	0,000	0,382	0,000	0,000	0,000	0,000
Materials	Coefficiente	1,165***	0,196***	1,763***	2,193***	2,282***	0,037*
	Valor-p	0,000	0,009	0,000	0,000	0,000	0,062
Real Estate	Coefficiente	- 0,302	0,079**	0,535***	0,607***	0,266	0,105***
	Valor-p	0,136	0,047	0,009	0,009	0,244	0,000
Utilities	Coefficiente	- 0,346	0,088	-0,156	0,466	1,275***	0,113***
	Valor-p	0,482	0,193	0,616	0,183	0,009	0,000

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

As medidas de desempenho *non-GAAP* mais valorizadas pelos investidores europeus

Anexo XIV - Resultados da Análise Adicional de Longo-Prazo para os Períodos de Crise e Pós-Crise

		FCF	DL	EBITDA	EBIT	NIBEI	BEPSEEI
2008-2009	Coefficiente	0,557*** (3,13)	0,063 (1,31)	1,799*** (11,34)	1,541*** (9,08)	1,478*** (7,98)	0,017 (1,02)
	Valor-p	0,002	0,189	0,000	0,000	0,000	0,308
2010-2018	Coefficiente	0,546*** (6,24)	0,025 (1,29)	1,542*** (21,85)	1,924*** (24,40)	1,795*** (20,23)	0,059*** (8,67)
	Valor-p	0,000	0,198	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística de teste t encontra-se entre parêntesis.