

Manipulação de Resultados e a
Divulgação de Resultados non GAAP

João Miguel Rocha Cardeira

Dissertação de Mestrado em Contabilidade

Orientador(a):

Prof. Doutora Helena Isidro, Prof. Associada, ISCTE Business School, Departamento
de Contabilidade

Outubro 2012

Resumo

O presente trabalho teve como principal objectivo identificar as principais características das empresas que divulgam resultados non GAAP e investigar a relação existente entre a decisão de divulgar este tipo de medidas e a manipulação de resultados através de *smoothness*¹. Para ser possível mensurar a manipulação de resultados, a forma de cálculo utilizada baseou-se no modelo de Francis et al. (2003).

Uma das principais causas identificadas para que as empresas divulguem resultados non GAAP, é a importância de atingir as expectativas dos analistas financeiros. Os mercados criam pressão para que as empresas atinjam determinado desempenho, e as empresas divulgam estas medidas para responder a essas expectativas.

Através da construção de um modelo de regressão múltipla foi possível demonstrar que quando uma empresa recorre à manipulação de resultados há uma tendência para divulgar resultados non GAAP. Outro resultado surpreendente desta pesquisa sugere que em países onde o sistema de protecção legal de investidores é mais forte, e onde existe uma regulação mais efectiva por parte das entidades, existe maior tendência para as empresas divulgarem resultados non GAAP. Esta situação pode ser explicada uma vez que nestes países há maior pressão para alcançar as expectativas dos analistas e apresentar bom desempenho ao mercado Brown et al. (2005).

Palavras-Chave: Resultados non GAAP; Manipulação de resultados; *Smoothness*; Expectativas dos analistas

¹ O termo inglês *Smoothness* pode ser traduzido como alisamento de resultados

² O termo *accruals* equivale aproximadamente ao activo de curto prazo deduzido do passivo de curto

Abstract

This work had as main objective to identify the main characteristics of companies that disclose non GAAP earnings and investigate the relationship between the decision to disclose this type of measures and the manipulation of results through *smoothness*. To be able measure the earnings manipulation, the way of calculation used was based on the model of Francis et al. (2003).

One of the main causes identified for companies disclose non GAAP earnings, is the importance of achieving the expectations of analysts. The market creates enormous pressure to companies reach determined performance, and the companies disclose these measures to respond to these expectations.

Through the construction of a multiple regression model was possible to demonstrate that when a company uses the earnings manipulation there is a tendency to disclose non GAAP earnings.

Another surprising result of this research suggests that in countries where the legal investors protection system is stronger, and where there is an adjustment more effective by the entities, there is a greater tendency for companies to disclose results non GAAP.

This situation can be explained due to the fact that in these countries exists more pressure to achieve analyst's expectations and present good performance to the market, Brown et al. (2005).

Key words: non GAAP earnings; earnings manipulation; *Smoothness*; analyst's expectation

Agradecimentos

Agradeço à Professora Doutora Helena Isidro todo o apoio, pela orientação, motivação, disponibilidade e conhecimento partilhado ao longo da elaboração deste trabalho.

Agradeço também às professoras Ana Marques e Helena Isidro por terem disponibilizado a base de dados utilizada, que foi peça fundamental para o desenvolvimento do estudo.

Um agradecimento especial à Ana Margarida por todo o apoio, inspiração, amizade e paciência demonstrados sem os quais seria impossível concretizar este trabalho.

Agradeço à minha mãe, por todo o apoio, motivação e carinho incondicionais.

Agradeço ainda à D. Palmira por toda a cooperação, motivação e boa disposição.

Agradeço ao Renato e à Marta por toda a amizade e boa disposição sempre presentes e a todos os meus amigos e família por todo o apoio incondicional.

Sumário Executivo

O presente trabalho tem o objectivo de identificar as principais diferenças entre as empresas que divulgam e as que não divulgam resultados non GAAP, verificando se existe tendência, nas empresas que divulgam resultados non GAAP a manipular resultados de outras formas e identificar as razões que levam as empresas a divulgar estes resultados.

Para poder demonstrar se existe relação entre a decisão das empresas divulgarem resultados non GAAP e recorrerem à manipulação de resultados, construiu-se um modelo de regressão logística. A medida de manipulação de resultados utilizada no modelo foi o *smoothness* baseado nos *accruals* e o seu cálculo foi efectuado segundo o modelo Francis et al. (2003).

O estudo efectuado está organizado em cinco capítulos, apresentando-se no primeiro capítulo a introdução onde constam os objectivos do estudo, as motivações para a sua realização, e descreve sumariamente o tema da investigação. No segundo capítulo surge a revisão da literatura, onde inicialmente se enumeram os principais objectivos da divulgação de resultados non GAAP, a recente evolução do normativo para evitar a divulgação deste tipo de medidas, o impacto que têm nos investidores e as principais características das empresas que as divulgam. No terceiro capítulo, apresenta-se uma forma de manipulação de resultados, denominada na literatura como *smoothness*, sendo esta medida utilizada no estudo empírico bem como a sua forma de cálculo. No quarto capítulo apresenta-se o estudo empírico realizado, onde se definem as hipóteses de estudo, define-se a amostra, o modelo utilizado e a descrição das variáveis. No quinto capítulo apresentam-se as estatísticas descritivas e os resultados obtidos do estudo efectuado. Finalmente, no sexto capítulo apresentam-se as conclusões do estudo, as propostas para pesquisas futuras e a análise crítica ao presente trabalho.

Índice

1	Introdução	1
2	Revisão da literatura.....	5
2.1	Divulgação de medidas non GAAP	5
2.1.1	Objectivos da divulgação de resultados non GAAP.....	5
2.1.2	Reguladores e normas	6
2.1.3	Reconciliação entre resultados GAAP e non GAAP.....	7
2.1.4	Protecção legal dos investidores.....	7
2.1.5	Impacto dos resultados non GAAP nos investidores	9
2.1.6	Características das empresas que divulgam resultados non GAAP	10
3	Manipulação de Resultados.....	11
3.1	Método de cálculo de <i>accruals</i>	11
3.2	Earnings <i>Smoothness</i>	12
4	Estudo Empírico.....	15
4.1	Definição das Hipóteses	15
4.2	Amostra e Dados	17
4.3	Modelo e Descrição das Variáveis	17
5	Análise de Resultados	19
5.1	Estatísticas Descritivas	19
5.2	Teste <i>T</i>	23
5.3	Causas para a Divulgação de Resultados non GAAP	24
5.3.1	Sistema legal de protecção dos investidores	24
5.3.2	Previsões dos Analistas	25
5.4	Regressões Logísticas	25
5.4.1	Regressão Logística 1.....	25
5.4.2	Regressão Logística 2.....	28
5.4.3	Regressão Logística 3.....	29
6	Conclusão	33
7	Bibliografia	37

1 Introdução

Nos últimos anos, tornou-se um hábito recorrente das empresas e analistas desenvolverem os seus próprios conceitos de resultados e as empresas divulgarem medidas de resultados não standardizadas normalmente apelidadas de *pro forma*, de *street earnings*, non GAAP ou de *headline earnings*. Esta prática tem sido alvo de acesa discussão entre defensores e opositores destes indicadores. Os defensores sustentam que estas medidas proporcionam informação útil na medida que simplificam a informação contabilística mais complexa, aumentando a comparabilidade entre entidades e investimento. Os opositores, por seu lado defendem que a divulgação destas medidas é utilizada para manipular a percepção sobre o desempenho real das empresas, uma vez que são medidas que não são alvo de auditoria nem sujeitas a regras contabilísticas e que o seu cálculo varia de empresa para empresa tornando a sua comparabilidade muito complexa.

Os resultados *pro forma* foram desenvolvidos por empresas nos EUA, não são apresentados nas demonstrações financeiras mas em comunicados à imprensa e em anúncios de resultados, e normalmente excluem componentes do resultado considerados transitórios como os custos em investigação & desenvolvimento e amortizações. Os *street earnings* foram desenvolvidos por analistas financeiros nos EUA, não sendo divulgados nas demonstrações financeiras e excluem componentes consideradas extraordinárias do resultado como custos de reestruturação, imparidades e aquisições ou fusões. Os *headline earnings* foram criados pelos analistas financeiros do Reino Unido, e são excluídos desta medida os lucros ou perdas associados à venda ou cessação de operações descontinuadas.

As entidades reguladoras têm demonstrado alguma apreensão no que diz respeito à divulgação destas medidas, uma vez que não têm poder de intervenção e este tipo de medidas vai para além do âmbito dos princípios contabilísticos. O Financial Accounting Standards Board (FASB) revela preocupação no que respeita ao aumento da divulgação de resultados non GAAP, uma vez que defende que afecta a qualidade da informação financeira (FASB 2002). A International Organization of Securities Commission (IOSCO) alerta que tais medidas, podem ser úteis para os utilizadores da informação financeira, mas também podem ser manipuladas e transmitir uma ideia errada do desempenho das empresas.

A espiral de escândalos financeiros ocorridos nos últimos anos, como são exemplo os casos da Enron, WorldCom e Parmalat e o seu enorme impacto público trouxeram um clima de enorme desconfiança e insegurança aos mercados bolsistas e consequentemente a enorme crise económica que atravessamos, e veio agudizar a preocupação dos reguladores conduzindo à necessidade de debater a sua eficácia e perceber os verdadeiros objectivos da divulgação deste género de medidas e suas consequências.

Alguns autores defendem que as medidas non GAAP não são comparáveis entre empresas nem consistentes ao longo dos anos, e que as entidades reguladoras pretendem que a informação financeira seja cada vez mais comparável e uniforme. No caso dos resultados non GAAP se tornarem a fonte de análise de analistas, corre-se o risco que a informação financeira perca credibilidade, levando a que os seus utilizadores deixem de confiar nos dados apresentados (Doyle et al. 2003; Bhattacharya et al. 2004).

A literatura referida anteriormente evidencia o facto dos resultados non GAAP reflectirem uma possível manipulação de resultados. A maior parte da literatura existente defende que a divulgação destas medidas é utilizada para ir ao encontro das expectativas dos analistas ou para evitar que os resultados pareçam mais baixos que os de anos anteriores ou dos resultados das demonstrações financeiras (i.e. os resultados GAAP) Isidro et al. (2012), Bhattacharya et al. (2004), Christensen (2007) e Black et al. (2009). Segundo Graham et al.(2005), os mercados recompensam as empresas que atingem as expectativas dos analistas o que pode incentivar os gestores a manipular os resultados para atingir essas expectativas.

A forma mais utilizada na literatura para medir a manipulação de resultados é efectuada através da manipulação de *accruals*². Os *accruals* têm origem no regime do acréscimo, em que os efeitos das transacções, e de outros acontecimentos, são reconhecidos quando ocorrem, sendo registados contabilisticamente e reportados nas demonstrações financeiras dos respectivos períodos, independentemente dos seus recebimentos ou pagamentos. Este regime também introduz alguma subjectividade aos resultados e demonstra que as normas contabilísticas são muito permissivas e concedem uma grande

² O termo *accruals* equivale aproximadamente ao activo de curto prazo deduzido do passivo de curto prazo. Existem diversas formas de calcular os *accruals* mas uma das mais comuns é através do modelo de Jones (1991).

flexibilidade. Este facto acontece dado que os valores dos acréscimos a reconhecer em cada período podem ser adulterados consoante as necessidades dos gestores.

Outro modelo muito utilizado para medir a manipulação de resultados, e utilizada no presente estudo, é o designado na literatura como *earnings smoothness*. Neste modelo, os gestores tiram partido da flexibilidade que as normas contabilísticas consagram, para transmitir aos utilizadores das demonstrações financeiras uma certa estabilidade dos resultados apresentados, minimizando as suas variações. Segundo o estudo de Graham et al. (2005), as empresas ao apresentarem resultados pouco voláteis, diminuem a percepção de risco por parte dos analistas e têm a vantagem de tornar os resultados mais simples de prever tanto para analistas como para investidores. Os analistas e investidores tendem a considerar este tipo de resultados mais estáveis e portanto mais relacionados com resultados recorrentes ou permanentes.

No presente estudo pretendeu-se abordar esta temática avaliando de que forma é que a divulgação de resultados non GAAP influencia a manipulação de resultados medida com base em *earnings smoothness*. Para tal, foi analisada uma amostra com as empresas incluídas na classificação das 500 maiores empresas europeias da revista Financial Times 2006, comparando as diferenças existentes entre as que divulgam resultados non GAAP e as que não divulgam. Investigou-se também se a composição do tipo de investidores das empresas tem influência na decisão das empresas divulgarem estas medidas e se o tipo de normas contabilísticas praticado nos diversos países em que as empresas se inserem interfere nessa decisão.

Os resultados obtidos mostram que existe uma tendência para as empresas que divulgam resultados non GAAP incorrerem em manipulação de resultados, e que o tipo de sistema legal e institucional adoptado pelas empresas influencia a decisão da divulgação de resultados non GAAP. O estudo demonstra ainda a enorme influência que atingir as expectativas dos analistas tem nas decisões dos gestores de divulgar resultados non GAAP.

2 Revisão da literatura

2.1 Divulgação de medidas non GAAP

2.1.1 Objectivos da divulgação de resultados non GAAP

Os resultados non GAAP são medidas alternativas que retratam o desempenho das empresas, e por norma são divulgados em comunicados à imprensa e não são calculados de acordo com as normas contabilísticas.

Existe uma grande dissonância entre gestores e reguladores no que respeita à utilização deste tipo de divulgações. Por um lado, os gestores defendem que a utilização de resultados non GAAP simplifica algumas divulgações contabilísticas mais complicadas e mostra uma visão mais clara dos resultados recorrentes (Phillips et al. 2002). Por outro lado os reguladores e cépticos destas medidas defendem que a natureza deste tipo de resultados não é standardizada, ou seja, as empresas que apresentam este tipo de medidas não podem ser comparadas através desse resultado, já que a forma de cálculo e as rúbricas utilizadas variam de empresa para empresa, não respeitando características fundamentais da informação contabilística como a comparabilidade e a fiabilidade. Isidro et al. (2012), Bhattacharya et al. (2004), Christensen (2007) e Black et al. (2009) mostram que a divulgação de resultados non GAAP é utilizada para ir ao encontro das expectativas dos analistas ou para evitar redução de lucros. Os mercados criam pressão para que as empresas atinjam determinado desempenho, e as empresas divulgam estas medidas para responder a essas expectativas. Os investidores ignoram o facto das empresas apenas atingirem as expectativas dos analistas, através da divulgação das medidas non GAAP. A intenção dos gestores ao divulgar este tipo de medidas não é clara e pode revelar um comportamento manipulativo, ou seja, pode ter como objectivo alterar a percepção dos utilizadores sobre a informação financeira, ocultando o desempenho real das suas empresas, uma vez que as entidades reguladoras não têm poder de intervenção, e este tipo de medidas vai para além do âmbito dos princípios contabilísticos e a nível europeu não existem regras específicas que regulem a divulgação das mesmas.

2.1.2 Reguladores e normas

O Financial Accounting Standards Board (FASB) revela preocupação no que respeita ao aumento da divulgação de resultados non GAAP, uma vez que defende que afecta a qualidade da informação financeira (FASB 2002). A Securities and Exchange Commission (SEC) defende que este tipo de medidas deve ser alvo de reconciliação com as medidas GAAP (SEC 2001) incitando os investidores a questionarem-se sobre as diferenças entre os resultados non GAAP e os resultados calculados segundo as regras GAAP, certificando-se que entendem essas diferenças antes de investirem (SEC 2001). A International Organization of Securities Commission (IOSCO) alerta que tais medidas, podem ser úteis para os utilizadores da informação financeira, mas também podem ser manipuladas e transmitir uma ideia errada do desempenho das empresas. Em 2005, o Committee of European Securities Regulators (CESR), emitiu uma recomendação não obrigatória sobre a utilização responsável destas medidas, que não foi seguida por diversas empresas. Em 2009, o European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG, 2009) fez um inquérito a grandes empresas europeias e concluiu que a maioria divulga estas medidas (algumas até nas próprias demonstrações financeiras), concluindo também que as medidas non GAAP e a forma de cálculo variam de empresa para empresa e que as empresas não apresentam reconciliação entre medidas non GAAP. Quer o CESR quer o EFRAG revelam grande preocupação relativamente a estes indicadores, por desvalorizarem a utilidade dos resultados contabilísticos e por os utilizadores não conhecerem os princípios que regem o seu cálculo. Nos últimos anos assistiu-se a diversas medidas tomadas para melhorar a regulação e a comparabilidade da informação, e diversos países adoptaram ou planeiam adoptar as International Financial Reporting Standards (IFRS)³ numa tentativa de melhorar a qualidade da contabilidade. Mesmo na União Europeia têm havido diversos esforços no sentido de harmonização da contabilidade, eliminando diferenças entre os padrões dos diversos países. Em Portugal, a recente adopção do sistema de normalização contabilística (SNC) e a sua estreita ligação ao normativo IFRS, foi um passo importante no sentido de combater a divulgação deste tipo de medidas.

³ Em português designam-se por normas internacionais de relato financeiro

2.1.3 Reconciliação entre resultados GAAP e non GAAP

A principal missão dos reguladores é proteger os interesses dos investidores, de informação que eventualmente os possa afastar da realidade, e existe uma preocupação específica por parte dos reguladores acerca dos resultados non GAAP, uma vez que podem confundir os investidores menos sofisticados.

Tal como foi referido anteriormente, em 2003, a SEC com o regulamento G, legislou que as empresas que apresentem resultados non GAAP efectuem uma reconciliação com os resultados GAAP, com o objectivo de tornar a informação non GAAP mais clara e compreensível. Quando a reconciliação é efectuada, a informação é estruturada para que as duas medidas sejam apresentadas conjuntamente e são claramente harmonizadas.

Segundo Elliot (2006), uma reconciliação entre resultados GAAP e non GAAP reduz a capacidade das empresas para influenciar as percepções dos investidores sobre o desempenho da empresa, enquanto a percepção dos analistas melhora significativamente e os resultados non GAAP têm mais fiabilidade. Para Anderson et al. (2007), os analistas são influenciados pela apresentação de resultados non GAAP, já que prevêm que as empresas que apresentam estes resultados conciliados com os resultados GAAP têm melhor desempenho do que as empresas que apenas apresentam resultados GAAP. Este facto acontece quando a diferença entre ambos é significativa, justificando os resultados com o facto de analistas tenderem a fixar-se nos resultados non GAAP e posteriormente ajustar a sua opinião a partir dessa base. Nos estudos destes autores, a reconciliação entre as duas medidas é bem vista pelo mercado dado que clarifica a composição dos resultados non GAAP. Para Allee et al. (2007), os investidores menos sofisticados, confiam nas empresas que apresentam os resultados non GAAP mesmo sem terem uma reconciliação com os resultados GAAP, e que não reagem quando a empresa apresenta os resultados non GAAP reconciliados com os resultados GAAP.

2.1.4 Protecção legal dos investidores

Leuz et al. (2003) sugere que as empresas sediadas em países com mercados desenvolvidos em que a estrutura accionista é dispersa, os direitos dos investidores

sejam fortemente protegidos pelo sistema legal, e haja restrições à manipulação de resultados a nível legal têm menos tendência a serem alvo de manipulação de resultados. Defende também que quanto maior for o poder dos investidores, menos tendência há para que exista manipulação de resultados uma vez que a margem para ocultar o que quer que seja dos investidores é menor. Assim, o autor mostra que a manipulação de resultados é maior em países onde a protecção legal dos investidores é mais fraca, dado que nestes países, os gestores apresentam mais benefícios de controlo privado e assim têm mais incentivos para encobrir o desempenho das suas empresas. Por fim, Leuz et al (2003) mostra ainda que as estruturas legais podem limitar os gestores para manipular resultados. Isidro et al. (2012) também mostra que quando as estruturas económicas e legais dos países são mais fortes, o mercado de capitais mais desenvolvido, há maior eficácia do sistema legal e maior pressão dos *media* e analistas financeiros, as empresas têm mais tendência a divulgar resultados non GAAP. Os autores sugerem que a maior pressão para atingir expectativas por um lado, e a menor dificuldade em manipular os resultados contabilísticos por outro levam os gestores a utilizar mais medidas non GAAP para mostrar boa performance. Brown et al. (2005) também defende que em ambientes com forte protecção dos investidores e mercados desenvolvidos por haver maior pressão para alcançar as expectativas dos analistas e apresentar bom desempenho ao mercado há mais propensão para os gestores manipularem resultados.

Os países *common law* são caracterizados por um mecanismo forte de protecção legal dos investidores, enquanto os países *code law* se caracterizam por mecanismos de protecção legal dos investidores mais fracos (La Porta et al. 2002). O autor justifica esta situação com o facto de nos países *common law* a prática empresarial predominar sobre o direito, sendo o direito baseado na jurisprudência, onde as decisões dos tribunais são assentes em situações idênticas que já tenham ocorrido. Nos países *code law*, os tribunais não podem julgar para além do que está previsto nas leis, e se um comportamento não for previsto por lei, os gestores podem praticá-lo não existindo forma de serem penalizados.

A eficácia das leis e da regulamentação é fundamental para que accionistas e credores possam exercer os seus direitos de controlo sobre as empresas e sobre o desempenho dos gestores. Enquanto os accionistas necessitam que a lei proteja os seus direitos de

voto e de eleição dos membros do conselho de administração, os credores necessitam que a lei garanta que sejam ressarcidos segundo o que foi contratado.

2.1.5 Impacto dos resultados non GAAP nas decisões dos investidores

Estudos recentes, como os de Elliot (2006), Christensen (2007) e Allee et al. (2007), têm revelado uma tendência para os investidores menos sofisticados confiarem bastante nos resultados non GAAP, e até investirem mais quando este tipo de informação é publicado.

No que diz respeito aos investidores mais sofisticados, estes tendem a investir menos ou a não investir quando são apresentados resultados non GAAP. Segundo o estudo de Elliot (2006) é demonstrado que as empresas podem influenciar as decisões de investimento dos investidores não profissionais, ao enfatizar os ganhos non GAAP aquando da divulgação dos resultados.

Outro tema abordado pelos mesmos autores é relativo à ênfase dada a cada uma das medidas, e o posicionamento das mesmas nos comunicados à imprensa (*press releases*) de anúncio dos resultados. Ao analisar a ênfase dada aos resultados GAAP comparativamente aos non GAAP, pode levar a concluir que os gestores enfatizam a métrica que lhes é mais favorável, manipulando a percepção dos investidores. Para Allee et al. (2007), enquanto os investidores menos sofisticados são influenciados pelo posicionamento dos resultados non GAAP nos comunicados à imprensa, os mais sofisticados não são influenciados pelo seu posicionamento. Elliot (2006) defende que aquando da divulgação de resultados, quando é dada ênfase aos resultados non GAAP em comparação com os resultados GAAP, há maior apetência para os investidores não profissionais investirem do que quando é dada ênfase aos resultados GAAP em relação aos non GAAP, justificando o facto como uma reacção não intencional.

Segundo Graham et al. (2005), se as normas proporcionam hipótese de escolha, os gestores preferem colocar os resultados que gostariam de destacar no corpo principal das *press releases*. Nas entrevistas que efectuou a diversos gestores, a maioria sente que o mercado presta menos atenção às notas de rodapé com dados financeiros e que investidores e analistas consideram as notas de rodapé muito complexas.

2.1.6 Características das empresas que divulgam resultados non GAAP

De acordo com a literatura existente, as empresas que divulgam resultados non GAAP, por norma, encontram-se em dificuldades e pretendem ocultar perdas, ou alcançar as expectativas dos analistas.

Segundo o estudo de Bhattacharya et al. (2004), as empresas que normalmente apresentam resultados non GAAP tendem a ser empresas relativamente jovens do sector da tecnologia e indústrias, normalmente menos rentáveis e com liquidez, com altos níveis de endividamento e valor de mercado, apresentando elevados rácios de preço por acção.

Para Christensen (2007) são empresas com baixos cash-flows operacionais e *accruals*, apresentam uma trajectória negativa de resultados em relação ao ano anterior e são mal vistas tanto por investidores como credores.

Lougee et al. (2004) defende que as empresas com resultados GAAP mais baixos têm maior tendência a apresentar resultados non GAAP, sendo as empresas que apresentam este tipo de resultados pertencentes ao sector da indústria de alta tecnologia. Estas empresas apresentam aumentos de vendas significativos e variabilidade nos ganhos tendo maior influência e valor de mercado que as restantes. Defende ainda que as empresas que falham os ganhos de referência têm tendência a utilizar resultados non GAAP.

3 Manipulação de Resultados

3.1 Método de cálculo de *accruals*

De acordo com a literatura, uma das formas de manipulação de resultados é efectuada através da manipulação de *accruals*. Os *accruals* são baseados em previsões ou estimativas, que têm como objectivo tornar o resultado contabilístico numa medida relacionada com o resultado económico. Os *accruals* resultam do regime do acréscimo através do qual os efeitos das transacções, e de outros acontecimentos, são reconhecidos quando ocorrem, sendo registados contabilisticamente e reportados nas demonstrações financeiras dos respectivos períodos, independentemente dos seus recebimentos ou pagamentos. Neste regime, as demonstrações financeiras prestam informação das transacções passadas envolvendo o pagamento e recebimento de caixa, mas também as obrigações de pagamento no futuro bem como os recursos a receber. Os resultados têm maior capacidade de previsão sobre fluxos futuros e são mais comparáveis entre períodos e empresas, mas este regime também introduz alguma subjectividade aos resultados e pode dar azo a potenciais manipulações dos resultados. Este facto acontece, dado que os valores dos acréscimos a reconhecer em cada período podem ser adulterados consoante as necessidades dos gestores. De acordo com Dechow et al. (1995), as empresas podem reduzir as despesas de investigação e desenvolvimento ou publicidade para atingir os objectivos. Segundo o exemplo de Teoh et al. (1998), as empresas podem exagerar nos lucros apresentados, para alcançar determinadas metas ou reportar desempenho extraordinário em casos específicos como a emissão de acções. Burgstahler et al. (2006) defende que em anos de fraco desempenho, as empresas podem aumentar os seus ganhos através da utilização de reservas e subsídios, ou do reconhecimento agressivo de receitas, bem como deixar de reportar bom desempenho actual e criar reservas ocultas para o futuro. Roychowdhury (2006) apresenta uma visão divergente defendendo que existe uma maior tendência para os gestores manipularem resultados através de actividades reais do que através de *accruals*. O autor refere, no entanto, que a manipulação através de *accruals* é mais efectiva para dificultar o trabalho do auditor, ou o escrutínio do regulador do que as actividades reais de decisões sobre preços e produção.

3.2 Earnings *Smoothness*

Segundo Dechow et al. (2000) a percepção sobre *earnings management* por parte dos académicos e dos reguladores e profissionais é muito diferente. Reguladores e profissionais acreditam que é um facto generalizado e problemático enquanto os académicos não partilham desta visão dramática não acreditando que a gestão de resultados deva preocupar os investidores. As razões para esta disparidade de opiniões prendem-se com o facto dos académicos utilizarem nos seus estudos grandes amostras de empresas e equações estatísticas de manipulação de resultados que podem não ser muito fiáveis. Por outro lado os profissionais e reguladores baseiam-se em casos de manipulação de resultados segundo uma base que vai ao encontro aos seus objectivos. Outra razão para esta disparidade está relacionada com a base de pesquisa de ambas as entidades, já que os académicos utilizam bases de dados específicas que não vão de encontro aos objectivos dos profissionais. Ambos têm também diferentes opiniões sobre até que ponto a racionalidade do investidor mitiga eventuais problemas nos relatórios e contas, como a eventual manipulação de resultados, já que os académicos contam com a eficiência dos mercados para defender que a manipulação de resultados não é preocupante.

As medidas de manipulação de resultados desenvolvidas por académicos não têm sido muito credíveis na identificação de empresas que o praticam. Os autores defendem que uma forma mais vantajosa de identificação de empresas que praticam manipulação de resultados é concentrar-se nos incentivos da gestão. Defendem também que as pesquisas dos académicos devem-se concentrar mais em incentivos do mercado de capitais para a manipulação de resultados e que as cotações bolsistas em conjunto com o aumento da importância da remuneração baseada em acções aumentou, e os gestores têm-se tornado cada vez mais sensíveis ao nível dos preços das acções das suas empresas, e conseqüentemente os seus incentivos para manipular resultados para manter e melhorar essas avaliações também aumentaram.

Segundo Thomas et al. (2002), o mercado de capitais incentiva os gestores a manipular os resultados para atingir resultados esperados tal como as previsões feitas pelos analistas financeiros.

Uma das medidas muito utilizadas na medição da manipulação dos resultados é a medida *Smoothness* (Leuz et al., 2003). Esta medida compara a variabilidade dos resultados com a variabilidade dos fluxos de caixa. Se, se pensar que os fluxos de caixa não são facilmente manipuláveis (não dependem do regime do acréscimo), uma variabilidade dos resultados muito diferente da variabilidade dos fluxos de caixa indica a possibilidade de manipulação dos resultados. Francis et al. (2003) definem *Smoothness* como o rácio entre o desvio padrão do resultado líquido antes de itens extraordinários sobre o activo total e o desvio padrão do cash-flow operacional sobre o activo total, onde os desvios padrão são calculados durante o período de dez anos.

$$smoothness(t) = \frac{\sigma NI(t, t - n)}{\sigma CFO(t, t - n)} \quad (1)$$

em que:

σNI – Desvio-padrão do resultado contabilístico antes de itens extraordinários desde o período t-n até período n.

σCFO – Desvio-padrão dos fluxos de caixa operacionais desde o período t-n até período n.

Smoothness é definido como a tentativa por parte das empresas de reduzir as variações dos resultados ou o processo de manipulação do perfil temporal de rendimentos para tornar os resultados menos variáveis, no qual os gestores tomam medidas que aumentem ou diminuam os resultados reportados consoante as necessidades.

Existe literatura que defende que existe uma componente artificial de *smoothness* que representa ganhos oportunistas na gestão das empresas, e que demonstra que os gestores utilizam dois métodos para ocultar as alterações do desempenho económico das suas empresas, através de decisões operacionais e de escolhas de regras contabilísticas nos reportes financeiros Leuz et al. (2003).

Um dos métodos caracteriza-se pela utilização da flexibilidade permitida pelos procedimentos contabilísticos anteriormente referida, para alterar os ganhos reportados sem alterar os respectivos fluxos de caixas. Como exemplos deste género de *smoothness* são o ajuste de reservas para perdas, ou o reconhecimento de provisões desnecessárias. No outro método, os gestores alteram operações para tornar os respectivos fluxos de caixa menos variáveis, acelerando o reporte de receitas futuras ou atrasando o

reconhecimento de custos actuais, de que são exemplo as alterações da data de reconhecimento das vendas, ou o financiamento de fornecedores e clientes, ou ainda o anúncio de um novo produto que apenas será comercializado no período posterior.

Tal como foi referido anteriormente, os gestores tomam decisões para ir ao encontro das expectativas dos analistas. Os mercados criam pressão para que as empresas atinjam determinado desempenho, e caso a empresa não atinja o resultado esperado, pode ser interpretado pelo mercado, como falta de capacidade da empresa ou um sintoma de debilidade.

A decisão de tornar os resultados mais estáveis é muitas vezes tomada através do sacrifício de valor gerado a longo prazo, para evitar turbulência no curto prazo e os gestores justificam essas decisões como um mal necessário devido ao receio da provável reacção do mercado.

Segundo o estudo de Graham et al. (2005) a maioria dos gestores prefere apresentar resultados constantes do que apresentar resultados muito voláteis, uma vez que na sua opinião os analistas consideram investimentos menos arriscados, e quando os resultados não são voláteis os analistas tendem a prever ganhos futuros. Outra vantagem observada é a de tornar os resultados mais simples de prever tanto para analistas como para investidores. Outra ideia defendida pelo autor é a de que clientes e fornecedores tendem a considerar que estas empresas são mais estáveis.

4 Estudo Empírico

No presente trabalho pretende-se identificar as características das empresas que divulgam resultados non GAAP, verificar a sua tendência para manipular resultados e identificar as razões que levam as empresas a divulgar estes resultados.

Foram recolhidos dados das maiores empresas Europeias cotadas, de acordo com o *Financial Times Top 500 European firms* de 2006, no período entre 2003 e 2006. O estudo desta problemática nas empresas Europeias é de extrema importância, uma vez que a literatura existente aborda maioritariamente as empresas dos EUA, sendo que os mercados Europeus representam uma parte importante na economia mundial.

4.1 Definição das Hipóteses

Analisou-se a problemática da utilização das medidas non GAAP para alterar a percepção dos utilizadores sobre o desempenho financeiro da empresa. Estudos recentes, tais como os de Elliot (2006) e Christensen (2007), têm revelado uma tendência para os investidores menos sofisticados confiarem bastante nos resultados non GAAP, e até, investirem mais quando este tipo de informação é publicado. Segundo Bhattacharya et al. (2004) e Black et al. (2009), a divulgação de resultados non GAAP é utilizada para dar resposta às expectativas dos analistas ou para evitar a redução de lucros. Grande parte das empresas presentes na amostra do estudo de Bhattacharya et al. (2004), muda a definição de resultado non GAAP de um ano para o outro, o que sugere um comportamento manipulativo. Como resultado, espera-se que o nível de manipulação de resultados aumente a probabilidade de divulgação de resultados non GAAP por parte das empresas.

H1: As empresas que manipulam resultados tendem a divulgar resultados non GAAP

Na definição da segunda hipótese, estudou-se o impacto que a qualidade da regulação tem na decisão das empresas divulgarem resultados non GAAP. O estudo de Leuz et al. (2003) sugere que as empresas sediadas em países cujo mercado de capitais seja desenvolvido, os direitos dos investidores sejam melhor salvaguardados, com estruturas legais mais eficazes na protecção dos investidores, os gestores têm menos tendência a manipular os resultados. A manipulação de resultados está mais presente em países onde a protecção legal dos investidores minoritários é mais fraca, já que nestes países, os gestores têm mais benefícios de controlo privado e assim têm mais incentivos para

encobrir o desempenho das suas empresas. Isidro et al. (2012) também mostra que, quando as estruturas económicas e legais dos países são mais fracas, os mercados de capitais menos desenvolvidos, existe menor eficácia do sistema legal, e menor pressão por parte dos *media* e analistas financeiros, as empresas têm mais tendência a divulgar resultados non GAAP de forma oportunista.

Os países *common law* são caracterizados por mecanismos fortes de protecção legal dos investidores e maior dependência da jurisprudência. São também caracterizados por sistemas legais que oferecem mais garantias na protecção dos interesses dos pequenos investidores. Os países *code law* são caracterizados por mecanismos de protecção legal dos investidores mais fracos (La Porta et al. 2002).

Se em países onde há mais protecção legal de investidores (*common law*) existe menos manipulação de resultados, e se os gestores utilizam as divulgações non GAAP de forma manipulativa, é de esperar que nesses países haja menos divulgação de resultados non GAAP. Mas se por outro lado, nos países onde há mais protecção legal de investidores têm mercados de capital mais desenvolvidos onde há maior pressão para alcançar as expectativas dos analistas e apresentar bom desempenho ao mercado (Brown et al. 2005) é possível que haja maior divulgação de resultados non GAAP nestes países. Na definição da hipótese não existe um resultado tido como esperado no que respeita ao impacto que a qualidade da regulação tem na decisão das empresas divulgarem resultados non GAAP.

H2: A divulgação de resultados non GAAP está relacionada com o sistema legal do país.

Na formulação da terceira hipótese, o objectivo foi ter a percepção de qual a motivação para as empresas divulgarem resultados non GAAP. Os mercados são muito competitivos e pressionam as empresas a atingirem as expectativas a nível de resultados traçadas pelos analistas financeiros. Os autores, Lougee et al. (2004), Christensen (2007) e Bhattacharya et al. (2004) defendem que as empresas com resultados GAAP mais baixos, têm mais tendência a apresentar resultados non GAAP. Defendem ainda que as empresas que falham os ganhos de referência têm tendência a utilizar resultados non GAAP.

Desta forma, espera-se que as empresas divulguem resultados non GAAP para atingirem as previsões dos analistas.

H3: A divulgação de resultados non GAAP está associada à tentativa de atingir as previsões de resultados feitas pelos analistas

4.2 Amostra e Dados

A base de dados foi gentilmente cedida pela professora Helena Isidro e pela professora Ana Marques e completada no âmbito deste trabalho. A amostra integra as empresas incluídas na classificação das 500 maiores empresas Europeias da revista Financial Times 2006. A amostra é bastante representativa do contexto Europeu já que permite analisar um conjunto de empresas que opera em diferentes ambientes económicos, que são economicamente importantes e com impacto significativo a nível dos mercados de capitais. Após uma primeira análise, foram excluídas 184 empresas do sector financeiro e dos sectores regulamentados, dado que estes são sujeitos a regulação específica.

Numa segunda fase recolheu-se a informação non GAAP dos comunicados à imprensa entre os anos fiscais de 2003 e 2005 que foram obtidos através das páginas de internet das empresas e serviços de notícias tais como, Regulatory News Services, PR Newswire e BusinessWire. Não foi possível encontrar comunicados de imprensa para 148 observações, tendo-se analisado ao todo 800 observações (3 observações por empresa, 316 empresas, 148 valores Worldscope em falta). Nos casos em que existia incerteza quanto à fonte da informação, por prudência, considerou-se que as empresas não divulgavam resultados non GAAP.

É importante referir que apenas foi recolhida informação non GAAP que retratasse os resultados das empresas, e foram ignoradas outras medidas relativas ao seu desempenho como as vendas, cash-flows e rácios financeiros. Os dados financeiros apresentados foram obtidos na base dados *Worldscope*, as estimativas dos analistas foram fornecidos pela I/B/E/S e a informação relativa à estrutura accionista das empresas foi obtida através da *FactSet LionShares*.

Após eliminar observações com falta de informação financeira, a amostra final é composta por 513 observações para 316 empresas, representando 20 países.

4.3 Modelo e Descrição das Variáveis

Para estudar a relação entre a divulgação de resultados non GAAP e a manipulação de resultados, utilizou-se o modelo de regressão logística, que permite estimar a probabilidade de uma empresa divulgar resultados non GAAP, já que se trata de uma

variável qualitativa dicotómica, em que existem duas possibilidades de escolha e que a escolha depende de um conjunto de factores. Na selecção das variáveis explicativas, foram tidas em conta variáveis que permitissem identificar as características das empresas que divulgam resultados non GAAP e uma variável indicativa da prática de manipulação de resultados. O modelo utilizado no estudo apresenta-se na equação seguinte.

$$\text{Divulga NG} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Smoothness} + \alpha_2 \text{ EvitaPrejuízo} + \alpha_3 \text{ InvInstitucionais} + \alpha_4 \text{ InvInternos} + \alpha_5 \text{ Extraord} + \alpha_6 \text{ Perda} + \alpha_7 \text{ Dimensão} + \alpha_8 \text{ CotadaUS} + \alpha_9 \text{ Analistas} + \alpha_{10} \text{ Intang} + \alpha_{11} \text{ Sistema legal} + \alpha_{12} \text{ Solvabilidade} + \alpha_{13} \text{ Melhoresult} + \alpha_{14} + \varepsilon \quad (1)$$

A descrição de cada uma das variáveis encontra-se na Tabela 1.

Tabela 1 – Descrição das variáveis

Variável	Descrição
Divulga NG	Assume 1 se a empresa divulga resultados non GAAP e 0 caso não divulgue
Smoothness	Representa o alisamento dos resultados (<i>earnings smoothness</i>) e é calculada através do quociente do desvio padrão dos fluxos de caixa operacionais e o desvio padrão do resultado contabilístico
EvitaPrejuízo	Assume 1 se a mediada non GAAP é positiva quando o resultado GAAP é negativo (prejuízo) e 0 caso contrário
InvInstitucionais	Mostra a percentagem de acções detidas por investidores institucionais – entidades não bancárias que operam com títulos e fundos de pensões
InvInternos	Representa a percentagem de acções detidas por investidores internos à empresa – compreende-se como directores de empresas e pessoas ou entidades que detenham mais de 10% das acções de uma empresa com direito a voto
Extraord	Assume 1 caso a empresa tenha ganhos e perdas extraordinários e 0 caso não tenha
Perda	Assume 1 caso a empresa tenha resultado líquido negativo e 0 caso tenha resultado líquido positivo
Dimensão	Representa a dimensão da empresa e é calculada através do logaritmo da capitalização do mercado
CotadaUS	Assume 1 caso a empresa esteja cotada nos EUA e 0 caso contrário
Analistas	Assume 1 caso a mediada non GAAP alcance as previsões dos analistas quando o resultado GAAP não atinge essas expectativas, e 0 caso contrário
Intang	Rácio dos activos intangíveis sobre o activo total
Sistema Legal	Assume 1 caso a empresa pertença a países <i>common law</i> e 0 se pertencer a países <i>code law</i>
Solvabilidade	Rácio do passivo sobre o activo total
Melhoresult	Assume 1 caso a mediada non GAAP seja superior ao resultado GAAP e 0 caso contrário

Para além das variáveis apresentadas, foram também utilizadas variáveis de controlo dos vários sectores de actividade com o intuito de avaliar se a sua introdução tornava o modelo mais explicativo.

5 Análise de Resultados

5.1 Estatísticas Descritivas

Na perspectiva de conhecer as características das empresas que divulgam resultados non GAAP, apresentam-se algumas estatísticas descritivas das que divulgam e das que não divulgam resultados non GAAP. No sentido de se verificarem eventuais diferenças nas características das empresas e para analisar o comportamento das várias variáveis, separou-se a amostra entre empresas que divulgam e que não divulgam resultados non GAAP. Na Tabela 2 apresentam-se as estatísticas descritivas diferenciadoras entre as empresas que divulgam e não divulgam resultados non GAAP.

Manipulação de Resultados e a Divulgação de Resultados non GAAP

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

Variáveis	Estatísticas Descritivas									
	Não divulga resultados non GAAP					Divulga resultados non GAAP				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Resultado líquido antes de itens extraordinários *	664,42	313,00	66,25	-1 944,00	17 931,00	754,98	324,55	140,56	-31 342,98	20 444,96
Resultado por acção**	2,15	1,17	0,38	-114,24	50,70	3,42	0,64	2,07	-5,78	795,61
Resultado operacional*	1 026,69	457,47	94,79	-2 117,00	23 679,26	1 429,10	517,70	160,95	-7 483,74	30 394,82
Capital próprio*	4 824,12	2 333,60	396,99	-469,00	75 994,33	6 791,37	3 167,46	786,28	-970,16	167 388,02
Activo*	15 290,65	6 639,99	1 303,64	220,90	198 904,00	17 094,18	8 677,20	1 439,59	337,46	218 595,68
Passivo*	4 721,56	1 640,14	523,82	0,00	80 932,00	4 324,73	2 128,00	347,88	0,00	55 834,00
Valor de mercado*	11 385,30	5 832,19	881,64	624,39	177 387,62	15 402,35	6 649,35	1 286,87	792,00	168 217,08
Fluxos de caixa total*	994,98	330,39	88,07	0,68	12 190,00	768,05	332,46	64,92	0,00	9 923,58
Fluxos de caixa operacional*	1 460,24	610,97	121,73	-1 075,00	25 007,57	1 897,22	647,65	188,42	17,84	28 688,05
Vendas*	12 228,12	5 321,57	1 026,64	210,73	200 221,89	14 217,78	6 638,50	1 395,82	0,00	247 761,97
Endividamento	0,25	0,23	0,01	0,00	1,25	0,27	0,26	0,01	0,00	1,13
% Investidores institucionais	0,25	0,24	0,01	0,00	0,83	0,28	0,27	0,01	0,00	0,72
% Investidores internos	0,32	0,29	0,01	0,00	0,95	0,18	0,06	0,01	0,00	0,97
Smoothness	1,63	0,57	0,25	0,00	68,00	1,92	0,59	0,43	0,00	114,77

* Milhares de Euros ** Euros

Verifica-se que na amostra existe um maior número de empresas que não divulga resultados non GAAP com 415 observações e 385 empresas que divulgam resultados non GAAP. Em média, as empresas que divulgam resultados non GAAP têm resultado líquido, resultado por acção e resultado operacional superior, apesar do desvio-padrão também ser superior, o que revela uma grande dispersão dos valores em torno da média com valores muito díspares. No que respeita ao valor contabilístico da empresa (capital próprio), as empresas que não divulgam resultados non GAAP têm em média um valor contabilístico superior, apesar do valor de mercado ser inferior. Relativamente à dimensão, as empresas que divulgam estes resultados são em média de maior dimensão, com activos, nível de endividamento e vendas superiores mas, com passivos inferiores. Quanto aos fluxos de caixa, as empresas que não divulgam resultados non GAAP apresentam em média fluxos de caixa totais superiores, mas fluxos de caixa operacionais inferiores. Relativamente à percentagem de investidores, as empresas que divulgam resultados non GAAP têm em média maior percentagem de investidores institucionais, mas percentagem de investidores internos muito inferior. As empresas que divulgam resultados non GAAP, em média, têm um nível de manipulação de resultados muito superior.

Para identificar o tipo de empresas que divulgam resultados non GAAP, seguiu-se a classificação de Bhattacharya et al. (2004), através da distribuição das empresas por oito sectores de actividade com características semelhantes, Tabela 3.

Tabela 3 – Sectores de actividade presentes na amostra

Sector de Actividade	Nº Amostra
A - Industria Alimentar e Produtos Químico e de Papel	251
B - Industria de Maquinaria, Produtos Electrónicos e de Transportes	212
C - Transportes, Comunicações e Utilitários	153
D - Comércio Grossista	108
E - Mineral e Construção	105
F - Serviços Pessoais e Empresariais	74
G - Serviços Financeiros	33
H - Serviços Profissionais	9

Em termos percentuais as empresas dividem-se pelos diferentes sectores de actividade, como se apresenta na Figura 1.

Manipulação de Resultados e a Divulgação de Resultados non GAAP

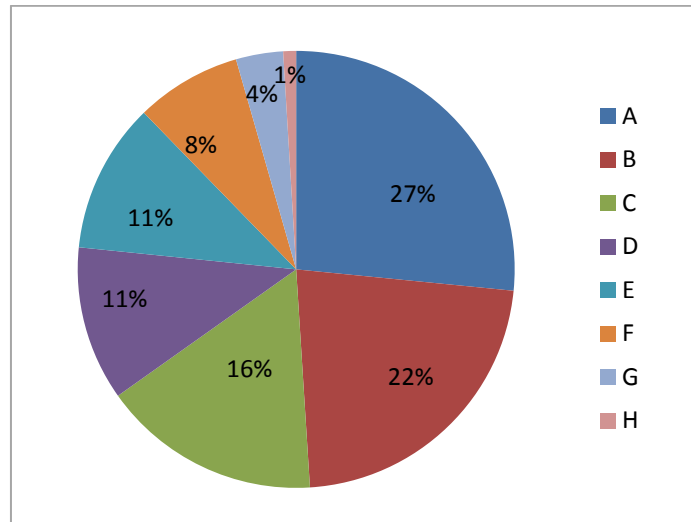


Figura 1 – Distribuição dos diferentes sectores de actividade na amostra

Através da análise do gráfico da Figura 2, verifica-se que em cada um dos sectores existem mais empresas a divulgar resultados non GAAP do que as que não divulgam, e apenas no sector “Transportes, Comunicações e utilitários”, “Indústria de maquinaria, de produtos electrónicos e de transportes” e “Serviços profissionais” é que apresentam maior número de empresas que não divulgam resultados non GAAP. O sector que apresenta menor diferença entre o número de empresas que divulgam resultados non GAAP e as que não divulgam é o sector dos serviços financeiros.

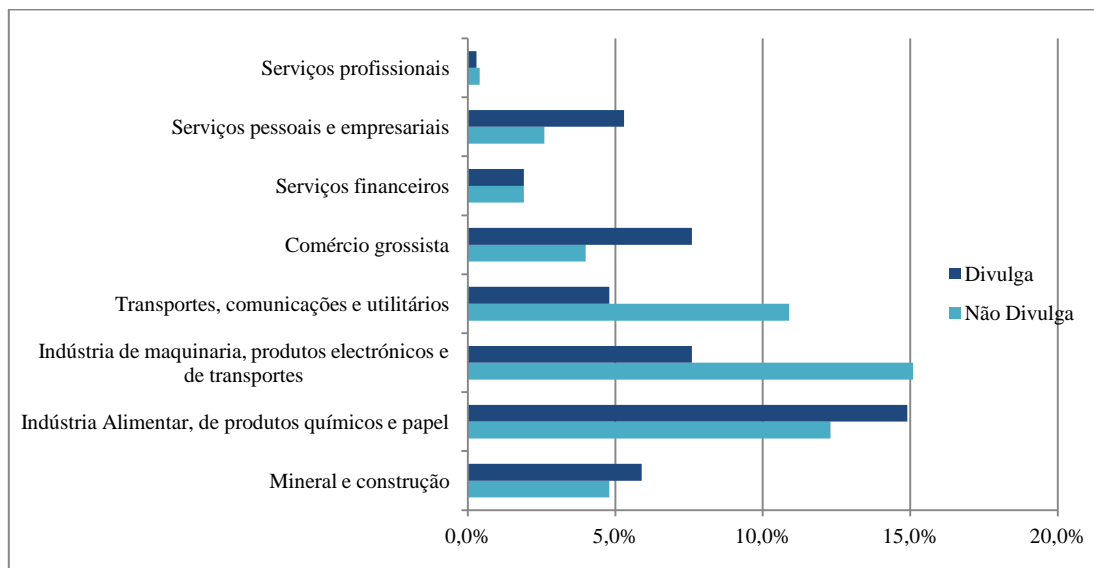


Figura 2 – Divulgação de resultados non GAAP por sector

Verifica-se também que o sector “indústria alimentar, de produtos químicos e de papel” é o mais representativo, tanto a nível de observações (26,5%), como a nível de empresas que divulgam resultados non GAAP (119). Pode afirmar-se que este sector é o que concentra mais divulgações non GAAP, agregando (30,9%) das empresas que divulgam resultados non GAAP.

5.2 Teste T

Foi realizado o teste t à comparação de médias de várias características das empresas, dividindo-se entre as que divulgam resultados non GAAP e as que não divulgam.

Tabela 4 – Teste T à diferença de médias

Variáveis	Previsões	non GAAP (n=385)	GAAP (n=415)	p-value
Result. por acção	nonGAAP=GAAP			0,53
Média		3,42	2,15	
Mediana		1,17	0,64	
Valor Contabil.	nonGAAP≥GAAP			0,03
Média		6791,37	4824,12	
Mediana		3167,46	2333,60	
Result. Operac.	nonGAAP≥GAAP			0,03
Média		1429,10	1026,69	
Mediana		517,70	457,47	
Intang	nonGAAP≥GAAP			0,00
Média		0,22	0,17	
Mediana		0,16	0,14	
Dimensão	nonGAAP≥GAAP			0,00
Média		8,84	8,54	
Mediana		8,64	8,43	
Solvabilidade	nonGAAP≥GAAP			0,03
Média		0,27	0,25	
Mediana		0,26	0,23	
InvInstitucionais	nonGAAP≥GAAP			0,03
Média		0,28	0,25	
Mediana		0,27	0,24	
InvInternos	nonGAAP≤GAAP			0,00
Média		0,18	0,32	
Mediana		0,06	0,29	

Os resultados por acção não são significativamente diferentes entre as empresas que divulgam resultados non GAAP e as que não divulgam. À excepção da percentagem de investidores internos, todas as características apresentam uma diferença significativa, com benefício para as que divulgam resultados non GAAP. As empresas que divulgam

resultados non GAAP têm em média um valor de mercado significativamente superior (6791,37 contra 4824,12 Euros), em média um resultado operacional significativamente superior (1429,1 contra 1026,69 Euros), em média um nível de intangíveis sobre activo significativamente superior (22% contra 17%), em média têm um endividamento superior (0,27 contra 0,25), em média têm uma percentagem de investidores institucionais superior (0,28 contra 0,25) e em média têm uma percentagem de investidores internos inferior (0,18 contra 0,32).

5.3 Causas para a Divulgação de Resultados non GAAP

5.3.1 Sistema legal de protecção dos investidores

No que diz respeito ao tipo de sistema legal, os resultados mostram que no universo de empresas sediadas em países onde as normas são baseadas na jurisprudência (*common law*) há uma maior percentagem de empresas que divulgam resultados non GAAP. Este resultado pode ser justificado, devido ao facto destes países estarem sujeitos a uma protecção legal dos investidores mais forte, e os utilizadores da informação financeira confiarem na credibilidade da mesma. Também pode estar relacionado com o facto de estes países terem mercados de capital mais desenvolvidos, que exercem maior pressão sobre os gestores para atingirem certo desempenho que faz com que haja maior divulgação de resultados non GAAP nestes países (Brown et al. 2005)..

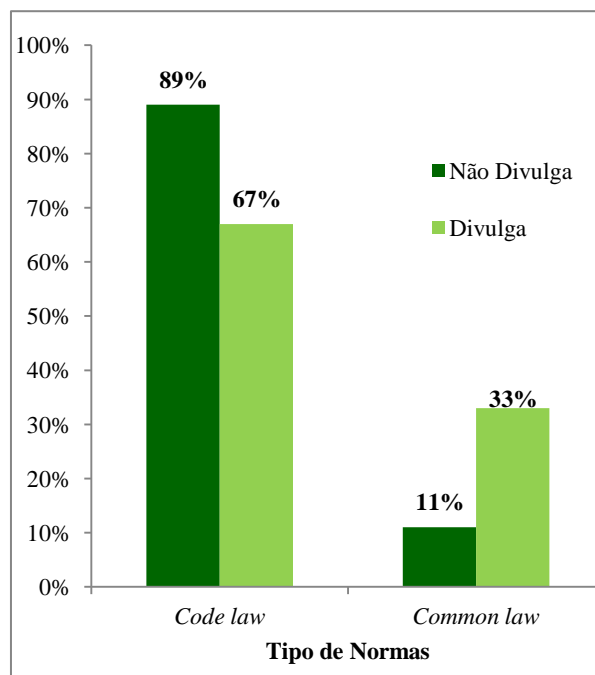


Figura 3 – Divulgação de resultados de acordo com o tipo de normas

5.3.2 Previsões dos Analistas

Christensen (2007) e Bhattacharya et al. (2004) defendem que a divulgação de resultados non GAAP é utilizada para alcançar as expectativas dos analistas. Ao analisar o gráfico pode-se constatar que no grupo de empresas que alcança as previsões dos analistas existe maior percentagem de empresas que divulgam resultados non GAAP, contendo 43,1% das empresas que divulgam resultados non GAAP, de acordo com o que os autores demonstram.

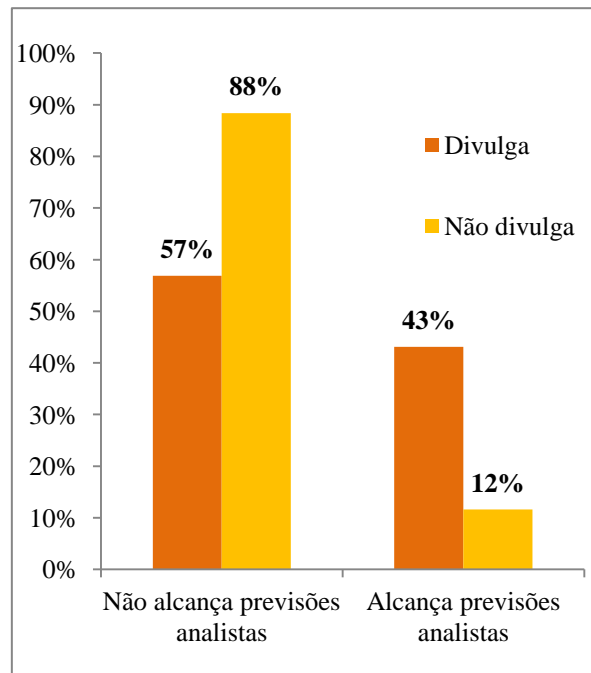


Figura 4 – Relação entre a divulgação de resultados e a expectativa dos analistas

5.4 Regressões Logísticas

Tal como já foi referido, as regressões logísticas são bastante úteis para estimar a probabilidade das empresas divulgarem, ou não, resultados non GAAP.

Desta forma, apresentam-se de seguida três regressões logísticas variando entre si o número e tipo de variável assumida. Foram tidas em conta conjugações diferentes das diversas variáveis com o objectivo de obter a melhor percepção de qual (is) as variáveis que têm mais influência na decisão das empresas divulgarem ou não resultados non GAAP.

5.4.1 Regressão Logística 1

Nesta primeira regressão pretende-se modelar a possibilidade da empresa divulgar os resultados non GAAP através das variáveis explicativas sendo que neste modelo entram 533 observações para análise e 480 estão em falta ('missing').

A variável dependente dicotómica “Divulga” assume o valor 0 caso a empresa não divulgue resultados non GAAP e 1 para as empresas que divulgam resultados non GAAP.

Este modelo difere dos restantes dado que se introduziu a variável ‘sistema legal’ para avaliar se o tipo de protecção legal dos investidores influencia o facto de as empresas divulgarem ou não resultados non GAAP.

Na Tabela 5 apresentam-se os resultados obtidos com a regressão logística 1.

Tabela 5 – Resultados da Regressão Logística 1

Variáveis	Modelo Regressão 1					
	Coefficiente	Standard Errors	P-value(sig)	R ² COX&snell	R ² Nagelkerke	G ²
<i>Smoothness</i>	0,08	0,05	0,10	0,26	0,34	208,82 ⁴
Intang	1,31	0,74	0,08			
Dimensão	0,41	0,11	0,00			
Analistas	1,64	0,28	0,00			
Sistema legal	2,03	0,29	0,00			
InvInstitucionais	1,76	0,81	0,03			
Extraord	-0,26	0,36	0,46			
Constante	-3,57	1,09	0,00			

O modelo apresenta um teste do rácio de verosimilhanças $G^2 = 208,82$ que compara a verosimilhança do modelo só com a constante (modelo nulo) com a verosimilhança do modelo com as variáveis independentes (modelo completo) rejeitando-se H_0 , ou seja, o modelo é estatisticamente significativo e a variável independente que tem capacidade preditiva. Os valores do R² de Cox & Snell e R² de Nagelkerke de 0,25 e 0,342 respectivamente apresentam valores que sugerem um modelo com razoável qualidade. No global, 76,9 % dos casos foram bem classificados no modelo completo, tratando-se do que classifica uma maior percentagem dos casos, dos três modelos apresentados.

Verifica-se que neste modelo a maioria das variáveis são significativas, à excepção das variáveis de controlo dos sectores de actividade e ‘Extraord’. As variáveis ‘Intang’, ‘Dimensão’, ‘Analistas’, ‘Sistema legal’, ‘Smoothness’ e ‘InvInstitucionais’ têm

⁴ O G² representa a estatística do teste de verosimilhança que mede o incremento da qualidade do modelo nulo quando se adicionam as variáveis independentes ao modelo

coeficientes positivos no modelo, ou seja, as oportunidades da empresa divulgar resultados non GAAP aumentam à medida que estas variáveis aumentem.

Segundo o modelo, as empresas que divulgam resultados non GAAP têm tendência para apresentar um elevado nível de intangíveis 'Intang' e normalmente são empresas de grande dimensão 'Dimensão', tal como foi demonstrado anteriormente no estudo.

Quanto às empresas que alcançam as previsões dos analistas 'Analistas', segundo os resultados, por norma são empresas que divulgam resultados non GAAP. Este resultado é consistente com Christensen (2007) e Bhattacharya et al. (2004) já que estes mostram que a divulgação de resultados non GAAP é utilizada para alcançar as expectativas dos analistas.

Relativamente ao tipo de sector, os resultados mostram que as empresas que divulgam resultados non GAAP não pertencem aos sectores introduzidos no modelo, ou seja, não pertencem ao sector "Transportes, Comunicações e utilitários", nem ao sector dos 'Serviços profissionais', 'Serviços pessoais e empresariais', 'Serviços financeiros' nem ao sector do 'Comércio Grossista'.

Os resultados mostram que o nível de 'Smoothness' está positivamente relacionado com a decisão da empresa divulgar resultados non GAAP. Assim, pode-se afirmar que quando a empresa recorre à manipulação de resultados há uma tendência para divulgar resultados non GAAP.

Relativamente ao sistema de protecção legal dos investidores 'Sistema legal', as empresas sediadas em países onde as normas são baseadas na jurisprudência (*common law*), têm maior tendência para divulgar resultados non GAAP tal como foi referido anteriormente. Este resultado pode ser justificado com o facto destes países gozarem duma protecção legal dos investidores mais forte, e os utilizadores da informação financeira confiarem na credibilidade da mesma. Este resultado também pode ser justificado pelo facto de nestes países haver maior pressão para alcançar as expectativas dos analistas e apresentar bom desempenho ao mercado Brown et al. (2005).

Em relação à variável que mostra a percentagem de investidores institucionais 'InvInstitucionais', esta apresenta um coeficiente positivo no modelo, o que é indicativo de que as empresas com maior percentagem de investidores institucionais têm maior

propensão para divulgar resultados non GAAP, que vai contra o que a literatura defende.

A variável de controlo das empresas que têm ganhos ou perdas extraordinários ‘Extraord’ tem coeficiente negativo, o que sugere que as empresas que durante o exercício têm ganhos ou perdas extraordinários, por norma não divulgam resultados non GAAP.

5.4.2 Regressão Logística 2

Neste modelo, por sua vez, não foram introduzidas as variáveis de controlo dos diversos sectores, para avaliar se estas trazem qualidade ao modelo a nível explicativo. Neste modelo apenas as variáveis ‘Intangt’, ‘Solvabilidade’, ‘Melhoresult’ e ‘InvInstitucionais’ não são significativas.

Na Tabela 6 apresentam-se os resultados obtidos com a regressão logística 2.

Tabela 6 – Resultados da Regressão Logística 2

Variáveis	Modelo Regressão 2					
	Coefficiente	Standard Errors	P-value(sig)	R ² cox&snell	R ² Nagelkerke	G ²
<i>Smoothness</i>	0,07	0,04	0,09			
Intang	1,10	0,69	0,11			
Dimensão	0,22	0,11	0,04			
Solvabilidade	0,53	0,70	0,45			
Perda	-2,60	0,84	0,00			
Extraord	-0,56	0,34	0,95			
Melhoresult	0,10	0,30	0,77	0,26	0,34	145,49
EvitaPrejuízo	2,26	1,01	0,25			
Analistas	1,91	0,30	0,00			
InvInstitucionais	-1,20	0,95	0,21			
CotadaUS	0,44	0,22	0,05			
InvInternos	-2,53	0,52	0,00			
Constante	-1,34	1,05	0,20			

O modelo apresenta um teste do rácio de verosimilhanças $G^2 = 145,485$ rejeitando-se H_0 e a variável independente que tem capacidade preditiva. Os valores do R^2 de Cox & Snell e R^2 de Nagelkerke de 0,255 e 0,342 respectivamente apresentam valores que

sugerem um modelo com razoável qualidade. No global, 69,4 % dos casos foram bem classificados no modelo completo.

Segundo os resultados, a variável de controlo das empresas que apresentam resultado líquido positivo ‘Perda’ tem um coeficiente negativo, ou seja, as empresas que têm resultado líquido positivo não tendem a apresentar resultados non GAAP.

No que diz respeito à variável de controlo das empresas que evitam perdas ‘Melhorresult’, esta apresenta um coeficiente positivo no modelo, que indicia que as empresas que mostram o melhor resultado tendem a divulgar resultados non GAAP.

Relativamente à variável de controlo das empresas que evitam perdas ‘EvitaPrejuízo’ apresenta um coeficiente positivo, o que indica que as empresas que divulgam medidas non GAAP positivas, apesar de apresentarem resultado GAAP negativo tendem a divulgar resultados non GAAP.

A variável de controlo das empresas cotadas nos EUA ‘CotadaUS’ apresenta um coeficiente positivo, o que é indicador de que as empresas cotadas neste mercado tendencialmente apresentam resultados non GAAP, e este resultado não é consistente com o que é definido pela SEC, já que defendem que as empresas presentes no mercado dos EUA reportam menos resultados non GAAP.

No que respeita à percentagem de investidores internos e investidores institucionais, a variável ‘InvInternos’ e ‘InvInstitucionais’ apresentam coeficiente negativo, ao contrário do primeiro modelo, o que indica que quanto maior for a percentagem de investidores internos e institucionais, há um menor incentivo para a empresa divulgar resultados non GAAP.

5.4.3 Regressão Logística 3

Neste último modelo foram consideradas todas as variáveis presentes nos modelos anteriores à excepção da “Sistema legal”.

Na Tabela 7 apresentam-se os resultados obtidos com a regressão logística 3.

Tabela 7 – Resultados da Regressão Logística 3

Variáveis	Modelo Regressão 3					
	Coefficiente	Standard Errors	P-value(sig)	R ² cox&snell	R ² Nagelkerke	G ²
<i>Smoothness</i>	0,08	0,48	0,09			
Intang	1,24	0,85	0,15			
Dimensão	0,32	0,12	0,01			
Solvabilidade	0,54	0,81	0,50			
Perda	-2,65	0,89	0,00			
Extraord	-0,20	0,37	0,58			
Melhoresult	0,32	0,34	0,33	0,36	0,48	218,13
EvitaPrezúzo	2,45	1,05	0,02			
Analistas	1,76	0,32	0,00			
InvInstitucionais	0,44	1,10	0,69			
CotadaUS	0,67	0,26	0,01			
InvInternos	-1,47	0,63	0,02			
Constante	-4,68	1,48	0,02			

O modelo apresenta um teste do rácio de verosimilhanças $G^2 = 218,13$ rejeitando-se H_0 e a variável independente tem capacidade preditiva. Os valores do R^2 de Cox & Snell e R^2 de Nagelkerke de 0,36 e 0,48 respectivamente apresentam valores que sugerem um modelo com razoável qualidade, tratando-se do modelo que apresenta mais qualidade dos três apresentados. No global, 76,9 % dos casos foram bem classificados no modelo completo.

Neste modelo as variáveis ‘Intang’, ‘Solvabilidade’, ‘Extraord’, ‘Melhoresult’, ‘InvInstitucionais’ e as variáveis de controlo dos sectores de actividade não são significativas. Há a realçar o facto das variáveis referentes aos sectores de actividade “indústria de maquinaria, de produtos electrónicos e de transportes” e “Transportes, Comunicações e utilitários” serem significativas e de coeficiente negativo, o que é sinal de que as empresas que pertencem a estes sectores de actividade, por norma, não divulgam resultados non GAAP.

No que respeita às características das empresas que divulgam resultados non GAAP, os resultados mostram que são empresas cotadas nos EUA, normalmente de grande

dimensão, já que as variáveis de dimensão ‘Dimensão’ e de controlo das empresas que são cotadas nos EUA ‘CotadasUS’ têm coeficiente positivo na regressão.

Relativamente à percentagem de investidores internos e investidores institucionais, a variável ‘InvInternos’ continua a apresentar coeficiente negativo, o que indica que quanto maior for a percentagem de investidores internos, há um menor incentivo para a empresa divulgar resultados non GAAP. A variável ‘InvInstitucionais’ volta a apresentar coeficiente positivo no modelo, o que indica que quanto maior for a percentagem de investidores institucionais, existe maior tendência para a empresa divulgar resultados non GAAP. Esta variável apresenta alguma incoerência já que nos três modelos apresenta comportamentos diferentes.

Analisando a correlação entre as várias variáveis presentes nos modelos, de forma a avaliar a existência de multicolinearidade, observa-se que a correlação entre algumas variáveis é significativa e existem dois coeficientes (constante/Dimensão e EvitaPrejuízo/Perda) que se podem considerar altos ($\geq 0,60$) e que podem causar problemas de multicolinearidade.

6 Conclusão

Existe discórdia relativamente à divulgação de resultados non GAAP, já que os gestores defendem que estas medidas simplificam alguma informação contabilística mais complicada. Por sua vez, os reguladores consideram que estas medidas não são uniformizadas, não permitindo a comparabilidade entre empresas, dado que a sua forma de cálculo é diferenciada. Tendo como base esta divergência, no estudo elaborado foram analisadas as características diferenciadoras entre as empresas que divulgam resultados non GAAP e as que não divulgam e o que influencia os gestores a divulgar este tipo de medidas. A principal causa identificada para as empresas divulgarem resultados non GAAP prende-se com a necessidade que as empresas têm de atingir as previsões estabelecidas pelos analistas. Das empresas identificadas no estudo, as que alcançam as previsões dos analistas apresentam maior tendência a divulgar resultados non GAAP, de acordo com o que consta na literatura da especialidade. Os analistas têm de facto um papel preponderante na economia, e uma grande influência nas escolhas dos investidores, mas são influenciados pela divulgação destas medidas e poderiam ter um papel mais preventivo relativamente à manipulação de resultados. Outros determinantes da divulgação non GAAP são o sistema legal e ao sistema de protecção legal que caracteriza os países onde as empresas estão sediadas. Nos resultados apresentados, a percentagem de empresas sediadas em países em que as normas são baseadas na jurisprudência (estruturas legais fortes), a proporção de empresas que divulga resultados non GAAP é muito superior à que não divulga. Este resultado contradiz o que a maior parte da teoria defende, dado que segundo esta, a manipulação de resultados é mais efectiva em países onde a protecção legal dos investidores é mais fraca. Este resultado pode ser justificado através de várias formas, como o facto dos investidores nestes países confiarem na credibilidade do sistema regulador e da informação financeira. Outra possível justificação para este resultado é o facto destes países terem mercados de capitais mais desenvolvidos, que exercem maior pressão sobre os gestores para atingirem certo desempenho (Brown et al. 2005), o que causa que haja utilização de resultados non GAAP para mostrar que se atingiram certas expectativas de resultados.

Apesar dos recentes esforços das entidades responsáveis pelos países e por parte das entidades reguladoras no sentido da harmonização contabilística, as normas continuam a ser permissivas no que diz respeito à manipulação de resultados. A eficácia do poder

legislativo e das entidades reguladoras é fundamental para que os direitos e deveres de todos os intervenientes sejam respeitados, e para que a informação financeira seja fiável e não caia em descrédito.

O cálculo da medida de manipulação de resultados foi efectuado segundo o modelo Francis et al. (2003), e a medida utilizada no estudo foi o *smoothness*. No presente estudo, através da construção dum modelo de regressão logística foi possível evidenciar que quando a empresa recorre à manipulação de resultados há uma tendência para divulgar resultados non GAAP.

A divulgação de resultados non GAAP parece estar associada a uma forma de manipulação dos resultados, os *earnings smoothness*. Isto é, as empresas que manipulam os resultados contabilísticos também tendem a divulgar medidas non GAAP que podem ser utilizadas de forma manipulativa para mostrar uma melhor imagem do desempenho financeiro da empresa.

Por norma, os gestores preferem apresentar resultados constantes do que apresentar resultados muito voláteis, e a principal razão prende-se com o facto dos analistas considerarem investimentos menos arriscados, e quando os resultados não são voláteis os analistas tendem a prever ganhos futuros. Outro objectivo que leva os gestores a recorrer a esta forma de manipulação de resultados é a de tornar os resultados mais simples de prever tanto para analistas como para investidores.

Foi também possível verificar que quanto maior for a percentagem de investidores institucionais, maior é a propensão para as empresas divulgarem resultados non GAAP, que contrasta com o resultado obtido relativamente à percentagem de investidores internos, já que quanto maior for a percentagem destes, menos tendência há para as empresas divulgarem resultados non GAAP.. A análise do modelo de regressão logística mostra ainda que as empresas que divulgam este tipo de medidas, tendem a apresentar valores inferiores de ganhos e perdas extraordinários.

Da comparação efectuada entre as empresas que divulgam e não divulgam resultados non GAAP, o estudo mostra que existem diferenças significativas entre ambas, destacando-se o facto das empresas que divulgam estas medidas apresentarem valor de mercado, resultado operacional, e nível de intangíveis superiores, e serem de maior dimensão relativamente às empresas que não divulgam estas medidas. Nos sectores dos

transportes, comunicações e utilitários e no sector da indústria da maquinaria, produtos electrónicos e de transportes existe um maior número de empresas a divulgar resultados non GAAP relativamente às que não divulgam.

A composição dos órgãos de gestão da empresa e a sua possível influência na decisão da divulgação de resultados non GAAP, e o papel da auditoria na prevenção da manipulação de resultados, são temas nos quais seria interessante intensificar pesquisas futuras.

O estudo apresentado representa um contributo para a literatura existente no sentido em que apresenta diferenças significativas relativamente às características das empresas que divulgam e não divulgam resultados non GAAP, e demonstra que as empresas conjugam diferentes modelos de manipulação de resultados em simultâneo, assunto que até à data não foi muito explorado na literatura existente.

7 Bibliografia

- Allee, K., Bhattacharya, N., Black, E., and Christensen, T. (2007). Pro forma and investor sophistication: external validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society* 32, 201-222.
- Anderson, P. and Hellman, N. (2007). Does pro forma reporting bias analyst forecasts? *European Accounting Review* 16(2), 277-298.
- Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., and Mergenthaler, R. (2004). Empirical evidence on recent trends in pro forma reporting. *Accounting Horizons* 18, 27-43.
- Black, D. and 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.
- Brown, L. and Higgins H. (2005) Managers' forecast guidance of analysts: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy* 24, 280-299.
- Burgstahler, D., Hail, L., and Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review* 81, 983-1017.
- 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.
- Dechow, P., Douglas, S. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons* 14, 235-250.
- Dechow, P., Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77, 35-39.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(2), 193-225.
- Doyle, J., Lundholm, R., Soliman, M. (2003). The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies* 8, 145-174.

Elliot, W. (2006). Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements? *The Accounting Review* 81(1), 113-133.

European Financial Reporting Advisory Group. (2009). Pro-active accounting activities in Europe. *Performance reporting, a European discussion paper*. Brussels, Belgium: EFRAG.

Financial Accounting Standards Board (FASB). 2002. Financial performance reporting by business enterprises. Available from http://accounting.rutgers.edu/raw/fasb/project/fin_reporting.html. Description and background (Updated February 20, 2002).

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2003). Earnings Quality and the Pricing Effects of Earnings Patterns.

Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *NBER Working Paper* No. 10550.

Isidro, H., Marques, A. (2012). The role of institutional and economic forces in the strategic use of non-GAAP disclosures to beat earnings benchmarks.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance* 3.

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

Lougee, B., Marquardt, C. (2004). Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of “Pro Forma” Earnings. *The Accounting Review* 79(3), 769-795.

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

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42, 335-370.

The Securities and Exchange Commission. 2001. Pro forma financial information: Tips for investors. Available from <http://www.sec.gov/investor/pubs/proforma12-4.htm>, December 4, 2001.

Teoh, S., Welch, I., Wong, T. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings.

Thomas, J., Zhang, H. (2002). Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7, 163-187. World Bank. (2003). *World Development Indicators*. Available at: <http://web.worldbank.org/>.

World Economic Forum. (2005). *The Global Competitiveness Report*. Available at: <http://web.weforum.org/>.