

5^{èmes}
États
Généraux
DE LA RECHERCHE
COMPTABLE

11 décembre 2015

www.anc.gouv.fr



AVEC LE SOUTIEN DE :



POLICY PAPER

Les Mesures Comptables de la Performance Financière

Thomas JEANJEAN (ESSEC) et Isabelle MARTINEZ
(Université Fédérale Toulouse Midi-Pyrénées)

Le résultat net comptable n'est plus aujourd'hui l'unique mesure de la performance : il est complété par d'autres mesures soit à l'initiative du normalisateur comptable (résultat global ou *Comprehensive income*), soit issues de la pratique (résultat ajusté, résultat opérationnel ou *Non-GAAP earning*). Parmi ces dernières, on distingue deux types de résultats selon qu'ils sont ajustés par les managers (*Pro forma earnings*) ou par les analystes financiers (*Street earnings*). A noter que la terminologie « pro forma » utilisée dans ce contexte est plus large que celle retenue dans la normalisation comptable¹.

La construction et l'utilité des indicateurs alternatifs de performance ne sont cependant pas toujours bien identifiées par les intervenants sur le marché financier. Ce document a pour but de formuler des pistes de réflexion utiles aux normalisateurs comptables à partir d'une synthèse des recherches académiques sur les mesures comptables de la performance financière. La nature même des travaux étudiés ici est délimitée par notre objet d'étude : nous nous sommes restreints aux mesures comptables de performance. Ainsi les mesures boursières (comme le TSR : *Total Shareholder Return*) ne sont pas présentées dans cette note. De même, nous nous sommes restreints à la performance financière : ainsi les dimensions non-financières de la performance (performance sociétale, sociale, environnementale) et donc la notion de *reporting* intégré ne font pas partie de ce *policy paper*.

Après une présentation des enjeux liés à la mesure de la performance, les principales conclusions des études publiées sur ce thème seront analysées. Enfin, trois pistes de travail pour les normalisateurs comptables seront formulées.

1. Les enjeux d'une mesure de performance financière

1.1 Les objectifs d'une mesure de la performance

Mesurer la performance financière est par nature complexe car cela peut simultanément servir deux objectifs. La mesure de la performance est utile pour contrôler les actions des dirigeants ainsi que pour prendre une décision d'investissement (Lambert, 2004). Pour contrôler les actions des dirigeants, le *reporting* financier doit rendre compte de l'intégralité des opérations survenues au cours de l'exercice passé : c'est l'idée de reddition de comptes (*Stewardship role of Accounting*). L'autre objectif est de permettre la réalisation de décisions d'investissement des actionnaires ; décisions d'acheter, de vendre ou de conserver ses titres. Cela nécessite de prévoir les flux de trésorerie futurs ainsi que leur risque associé. Il s'agit dans ce cas d'une fonction prédictive (*Predictive Ability*) de la comptabilité, intimement liée à la notion de résultat récurrent (*core earnings*). Ces deux objectifs relèvent de conceptions très différentes des destinataires de l'information financière. La notion de reddition de compte est compatible avec une large gamme d'utilisateurs (investisseurs potentiels, actuels ou futurs, analystes financiers, salariés ou Etat) alors que l'approche « prévision des flux de trésorerie futurs » fait des investisseurs les destinataires privilégiés de l'information financière.

¹ Du point de vue du normalisateur en effet, les changements de périmètre, de méthode et/ou de référentiel comptables et les corrections d'erreur donnent lieu à une information pro forma ou à un retraitement rétrospectif des données antérieures selon leur nature et le référentiel applicable.

De plus, les mesures de la performance qui en découlent sont difficilement conciliables car elles obéissent à des logiques différentes (Gjesdal, 1981). Ainsi, la mesure de la performance sous l'angle de la reddition de comptes est fondée sur une analyse rétrospective et exhaustive des transactions. A l'inverse, la mesure prédictive de la performance exclura les transactions non-récurrentes car elles ne sont pas associées à des flux de trésorerie futurs pérennes : l'approche est prospective et repose sur une sélection des transactions pertinentes.

Finalement, alors que le normalisateur comptable international favorisait explicitement la fonction prédictive de la comptabilité, il semble qu'un changement puisse avoir lieu. En effet, dans l'Exposure Draft (ED) « *Conceptual Framework for Financial Reporting* », le board de l'IASB indique vouloir réhabiliter la fonction de reddition de comptes (*stewardship role of accounting*).

1.2 Les indicateurs comptables de performance dans la littérature

L'approche méthodologique retenue (voir annexe méthodologique) s'est focalisée sur deux familles d'indicateurs comptables de performance : celle qui exclue du calcul de la performance certaines des transactions comprises dans le calcul du résultat net, correspondant aux résultats ajustés, et celle qui inclut davantage d'opérations que dans le résultat net aboutissant au résultat global². Il existe en outre une autre famille d'indicateurs comptables se situant en amont du résultat net (les soldes intermédiaires de gestion tels que Chiffre d'affaires, Valeur ajoutée, EBITDA, EBIT, *etc.*) permettant également de juger la performance d'une entreprise. Notre approche méthodologique introduit un biais vers les revues anglo-saxonnes dans lesquelles ce type d'indicateurs n'est pas étudié³.

Pour mieux appréhender la performance financière, il est possible d'exclure certaines transactions jugées non-pertinentes afin de représenter les bénéfices récurrents (*core earnings*). Notamment, les éléments transitoires (par exemple : des charges exceptionnelles de restructuration) peuvent être exclus. Ces résultats « ajustés », bien que parfois audités (aux USA par exemple), permettraient une meilleure mesure de la performance et seraient plus utiles aux intervenants sur le marché financier que les résultats comptables qui intègrent des éléments non récurrents ou non pertinents (Johnson et Schwartz, 2005). Barth *et al.* (2012) distinguent deux catégories d'ajustements : ceux effectués par le management et ceux effectués par les analystes financiers. Les résultats ajustés par le management de l'entreprise sont appelés *Pro forma earnings* (PF par la suite) dans les articles académiques⁴, les résultats publiés par les analystes sont dénommés *street earnings* (SE par la suite)⁵. Ces résultats constituent des tentatives d'approcher un résultat opérationnel récurrent selon la perspective des managers ou selon l'approche d'une partie externe à l'entreprise : les analystes financiers.

² Ne sont pas prises en compte les mesures liées à l'EVA ou au *residual income* qui relèvent davantage des modèles d'évaluation de l'entreprise que des modèles de mesure de la performance.

³ Nous n'avons pas été en mesure d'identifier des travaux publiés en Français sur ce sujet par ailleurs (en dehors des revues que nous avons présélectionnées).

⁴ Ce terme est ambigu et ne fait pas référence à la terminologie de la directive prospectus.

⁵ A noter : la distinction entre *street earnings* et *pro forma earnings* apparaît tardivement dans les recherches académiques. Aussi, les articles publiés avant 2005 utilisent souvent ces deux termes indifféremment.

A l'inverse, il est possible de rajouter au résultat net les variations de capitaux propres (autres que les opérations en relation avec les actionnaires), comme les plus ou moins-values en capital, réalisées ou non, provenant de la réévaluation de certains actifs et de certains passifs. Cette vision oppose deux conceptions comptables : celles de « *clean surplus* » et de « *dirty surplus* » (Ramond *et al.*, 2007). Dans la comptabilité de *clean surplus*, les variations des capitaux propres (autres que les opérations en relation avec les actionnaires) sont directement intégrées au résultat de l'exercice, alors que dans la comptabilité de « *dirty surplus* », certaines de ces variations ne transitent pas directement par le compte de résultat. Ainsi, les éléments ajoutés au résultat net sont appelés « *dirty surplus items* » par les académiques ou « autre résultat global » (*other comprehensive income* ou OCI). Il s'agit principalement des écarts sur réévaluation d'actifs, des écarts actuariels, des écarts de change, de conversion, les plus-values latentes sur les actifs financiers disponibles à la vente, les variations de valeur des instruments dérivés servant de couverture des flux de trésorerie ou certains compléments de provisions pour retraite.

La question de savoir si tous les éléments des OCI doivent un jour transiter par le compte de résultat (notion de *recycling*) est explicitement posée dans l'ED de l'IASB. La somme du RN et de l'OCI correspond au résultat global (*comprehensive income*, désormais CI) ainsi défini par le FASB : « *comprehensive income is the change in equity [net assets] of a business enterprise during a period from transactions and other events and circumstances from nonowner sources. It includes all changes in equity during a period except those resulting from investments by owners and distributions to owners* ». Les partisans de cette mesure de la performance « *all inclusive* » considèrent qu'une mesure complète du résultat, qui traduit toutes les sources de création de valeur, aide les investisseurs à apprécier la performance financière des entreprises.

Le tableau ci-après résume ces indicateurs et leur relation avec le résultat net.

Inclusion d'opérations non comprises dans le résultat net	Résultat net comptable (GAAP Earnings)	
	+ OCI	
	= Résultat Global (Comprehensive Income)	
Exclusion de transactions comprises dans le résultat net	Résultat net comptable (GAAP Earnings)	
	- ajustements des analystes	- ajustements des managers
	SE	Pro forma

Ces mesures de performance reflètent les choix effectués par différentes parties prenantes au processus de *reporting* financier. Certains normalisateurs comptables cherchent à étendre le périmètre du résultat net via le résultat global; à l'inverse de certains managers et analystes qui restreignent la portée du résultat net en procédant à l'exclusion de transactions.

Ces deux approches relèvent de logiques d'appréhension de la performance différentes. Une approche « résultat opérationnel » (déterminé en suivant une « *business approach* » ou par les analystes financiers) vise à aider les utilisateurs des états financiers à distinguer les éléments récurrents et non-récurrents de la performance. Implicitement, les managers cherchent à aider l'utilisateur des états financiers à comprendre le fonctionnement de l'entreprise en

sélectionnant pour lui les informations pertinentes. A l'inverse, l'approche « résultat global » repose sur le postulat que l'utilisateur est capable de lire, d'analyser et d'identifier parmi l'ensemble des transactions celles qui ont une pertinence. Ainsi, le résultat est déterminé par la différence entre les variations de valeurs des actifs et des passifs (hors apports des associés). Cette approche a le mérite de « révéler » aux investisseurs toutes les variations de valeurs ; sa limite tient à ce que tous les investisseurs ne sont peut-être pas capables de tirer parti de cette transparence pour leurs propres décisions d'investissement.

1.3 Les problématiques liées au *reporting* financier de la performance

Le calcul et la présentation des indicateurs comptables de performance autres que le résultat net posent un certain nombre de problèmes. Concernant, les PF et les SE, quelle est la nature des transactions à exclure ? Sur quelles bases ces exclusions devraient avoir lieu ? Les entreprises doivent-elles mettre en avant le résultat net comptable ou les PF dans leurs communiqués de presse ? Est-ce que la présentation d'un état de résultat global est pertinente pour les investisseurs ? Finalement, est-ce que ces indicateurs permettent de mieux appréhender la performance et/ou de mieux contrôler les dirigeants ?

Ces questions font écho aux débats académique et professionnel sur le thème du *reporting* de la performance. Deux théories sont en concurrence. La première fait l'hypothèse que les choix implicites et explicites réalisés par les managers, les analystes et les normalisateurs visent principalement à influencer favorablement la perception de la performance que peuvent avoir les autres parties prenantes de l'entreprise. Selon cette approche, les choix sont avant tout opportunistes. Une théorie alternative fait valoir que des indicateurs ajustés « corrigent » certains biais du résultat net pour permettre une meilleure appréciation des cash-flows futurs. Il y aurait donc un objectif de transparence de l'entreprise, des analystes et des normalisateurs vis-à-vis des investisseurs. Ces deux théories (opportunisme *versus* amélioration de la capacité prédictive) ne sont pas systématiquement opposées et peuvent parfois expliquer conjointement les choix comptables effectués.

2. Une synthèse des recherches

2.1. Analyse des travaux sur les résultats ajustés (PF et SE)

Les résultats des études menées par Bradshaw et Sloan (2002), Brown et Sivakumar (2003), Battacharya *et al.* (2003) et plus récemment par Cormier *et al.* (2011)⁶ révèlent que les SE et les PF sont plus utiles que le résultat net pour juger la performance d'une entreprise et prendre une décision d'investissement.

Cependant, Johnson et Schwartz (2005) nuancent quelque peu ce constat en montrant que les investisseurs ne se concentrent pas exclusivement sur les résultats ajustés émis dans les communiqués de presse mais tiennent compte d'un jeu plus riche de données, lorsqu'ils évaluent la performance et le prix des actions d'une entreprise. De plus, pour Lougee et Marquardt (2004), le contenu informationnel des PF dépend des situations dans lesquelles les managers publient les PF. Les auteurs distinguent deux cas, les PF sont publiés soit pour informer les investisseurs (c'est-à-dire lorsque le contenu informationnel du résultat net est faible) soit pour tromper ces mêmes investisseurs (« *strategic considerations* »⁷). Ainsi, les PF s'avèrent utiles lorsque (1) l'utilité du RN est faible et/ou (2) leur divulgation ne fait pas l'objet de considérations stratégiques de la part des entreprises. Christensen *et al.* (2014) trouvent que les entreprises publiant des PF attirent davantage de *short sellers*. Ce résultat suggère que les ajustements peuvent être opportunistes puisque des investisseurs sophistiqués⁸ (les *short sellers*) sont capables de tirer parti de l'information spécifique contenue dans les exclusions réalisées par les dirigeants pour réaliser un profit.

Même si la supériorité informationnelle des résultats ajustés sur le résultat net semble globalement avérée, il convient (1) de regarder de près les exclusions des transactions jugées par les dirigeants comme non-pertinentes et (2) de distinguer selon les intervenants sur le marché. Tout d'abord, pour Doyle *et al.* (2003), les investisseurs pourraient être trompés par les annonces de PF car les dépenses que les dirigeants choisissent d'exclure peuvent être d'un montant élevé et/ou avoir un caractère récurrent. Exclure systématiquement ces dépenses du calcul des résultats ajustés n'aboutirait donc pas forcément à une meilleure mesure de la performance. Les résultats de Landsman *et al.* (2007) vont dans le même sens : il est utile pour les investisseurs de regarder de près les éléments exclus des PF.

Ensuite, la pertinence des PF varie selon le type d'investisseurs. Ce sont en effet les investisseurs individuels (non-sophistiqués) qui sont les plus enclins à utiliser les PF (Frederickson et Miller, 2004 ; Elliott, 2006 ; Allee *et al.*, 2007 ; Bhattacharya *et al.*, 2007). Les études menées par Frederickson et Miller (2004), Elliott (2006) ou encore Allee *et al.* (2007) mettent en exergue que non seulement la présence des PF dans les communiqués de presse mais également la place relative qu'occupe cette information au sein des communiqués (PF

⁶ Cormier *et al.* (2011) utilisent une mesure alternative des SE : la trésorerie distribuable (*distributable cash*).

⁷ Les firmes dont les résultats comptables n'atteignent pas les seuils de bénéfices sont plus incitées à publier des résultats « pro forma » dans les communiqués de presse.

⁸ D'après Bushee (1998), les investisseurs institutionnels sont qualifiés d'investisseurs sophistiqués dans le sens où ils exercent un contrôle actif sur les managers. Leur participation au capital des entreprises ainsi que leurs bonnes connaissances managériales leur permettent d'assurer un tel contrôle.

placés avant les « *GAAP earnings* ») affectent le jugement des investisseurs non-sophistiqués. Dilla *et al.* (2013) aboutissent à des résultats similaires : le jugement des investisseurs non professionnels est influencé par la publication de PF sous forme graphiques, à l'inverse des investisseurs professionnels (analystes financiers). Pour Battacharya *et al.* (2003), les analystes financiers (et non les autres investisseurs) font preuve d'un certain scepticisme vis-à-vis des PF qui transforment un résultat comptable négatif en un bénéfice⁹.

Il existe de nombreuses recherches sur les raisons qui poussent les dirigeants à exclure ou non certains items du résultat net pour aboutir au résultat ajusté. Six éléments semblent particulièrement importants pour expliquer les exclusions d'items. En premier lieu, l'opinion des investisseurs (*investor sentiment*) joue un rôle particulier. Brown *et al.* (2012) montrent que lorsque les investisseurs ont une opinion favorable sur l'entreprise, les dirigeants de celle-ci (1) ont tendance à exclure des items (y compris récurrents) de telle sorte que le PF soit supérieur au résultat net ; et (2) à mettre davantage en avant les résultats PF que le résultat net dans les communiqués de presse. Un second critère tient au désir des dirigeants d'atteindre des seuils de résultat. Bhattacharya *et al.* (2004), Black et Christensen (2009) ainsi que Jenings et Marques (2011) montrent que les managers excluent stratégiquement certains items de manière à ce que le résultat PF atteigne des seuils de résultat importants (le résultat nul, le résultat de l'an passé ou encore le consensus des analystes). Un troisième facteur pour expliquer les ajustements tient au désir des dirigeants d'influencer les ajustements réalisés par les analystes financiers. Christensen *et al.* (2011) montrent que si les dirigeants excluent certains items (récurrents ou non-récurrents) alors les analystes ont tendance à faire de même, notamment lorsque la société n'a que peu d'items non-récurrents. Des considérations liées à la rémunération des dirigeants semblent aussi jouer un rôle. Il s'avère que les dirigeants décident d'exclure certains items de manière à maximiser leur rémunération. Ainsi, Kuo *et al.* (2013) montrent qu'après que les résultats PF aient été plus strictement régulés à Taiwan, le bonus des dirigeants baisse significativement et est plus fortement associé à la performance boursière de l'entreprise. Cela suggère qu'en l'absence de régulation, les dirigeants « gèrent » la divulgation des résultats PF pour optimiser leur rémunération. Barth *et al.* (2012) obtiennent des résultats similaires aux USA. Leur étude montre que les dirigeants ajustent les résultats PF de la charge de rémunération liée aux stock-options (SFAS 123R) de manière opportuniste (c'est-à-dire pour augmenter le résultat, lisser son évolution ou atteindre des seuils de résultat) mais pas pour améliorer la capacité prédictive du résultat. En revanche, les analystes ajustent le résultat de charge de rémunération uniquement lorsque cela permet d'améliorer la capacité prédictive du résultat. La réglementation influence les choix opérés par les dirigeants. Ainsi, Entwistle *et al.* (2006a et 2006b) montrent que suite au passage de la loi Sarbanes-Oxley (et notamment de la Régulation G qui oblige à la publication d'un tableau de réconciliation entre le résultat PF et le RN), les ajustements sont moins importants en valeur absolue et qu'ils tendent aussi à moins augmenter le résultat PF par rapport au résultat net. Les travaux de Black *et al.* (2012) Kolev *et al.* (2008) et de Zhang et Zheng (2011) vont aussi dans ce sens : la « régulation G » permet aux investisseurs de mieux apprécier les ajustements réalisés par les dirigeants. Le dernier élément qui semble jouer un rôle important sur les ajustements réalisés par les dirigeants est la

⁹ Selon Battacharya *et al.* (2003), environ 66 % des PF publiés sont des bénéfices contre seulement 52 % des résultats comptables. De plus, 80 % des PF publiés sont égaux ou supérieurs aux prévisions des analystes alors que seuls 39 % des résultats comptables égalisent ou dépassent ces prévisions.

gouvernance de l'entreprise. Ainsi Frankel *et al.* (2011) et Isidro et Marques (2013) suggèrent qu'une gouvernance de qualité favorise des ajustements plus transparents. Plus précisément, Frankel *et al.* (2011) trouvent que lorsque la proportion d'administrateurs indépendants baisse, les ajustements (c'est-à-dire les écarts entre résultat net et le PF) sont de moindre qualité, au sens où ils permettent de moins bien prévoir les flux de trésorerie futurs. Isidro et Marques (2013) obtiennent des résultats allant dans le même sens en élargissant la notion de gouvernance (indépendance du conseil, pratiques de renouvellement de leurs membres, fonctionnement du comité d'audit).

2.2. Analyse des travaux sur le résultat global (CI et OCI)

Plusieurs études comparent le pouvoir des mesures agrégées de résultat (CI et RN) pour expliquer le prix des actions et prédire les *cash-flows* futurs (Dhaliwal *et al.*, 1999 ; O'Hanlon et Pope, 1999 ; Wang *et al.*, 2006 ; Ramond *et al.*, 2007 ; Barton *et al.*, 2010 ; Goncharov et Hodgson, 2011). Elles montrent soit qu'il n'y a pas de différence majeure entre les deux indicateurs, soit que le RN est plus pertinent que le CI. En d'autres termes, le CI en tant que résultat agrégé n'est pas particulièrement utile aux investisseurs.

De même, l'agrégation des différents éléments qui composent l'OCI n'apporte pas de contenu informationnel (Wang *et al.*, 2006). En revanche, prise individuellement, chaque composante de l'OCI est susceptible de posséder un contenu informationnel spécifique quant à la performance des entreprises (Rees et Shane, 2012). Selon Chambers *et al.* (2007), l'adoption de la norme SFAS 130 aux Etats-Unis a en effet renforcé de façon significative la pertinence de certains éléments de l'OCI, notamment ceux qui concernent les portefeuilles de placement comptabilisés en juste valeur. Plus spécifiquement, les gains et pertes latents sur les actifs financiers disponibles à la vente présentent un contenu informationnel dans le secteur bancaire (Dong *et al.* 2014) de même que les gains et pertes de couverture des flux de trésorerie (Kanagaretnam *et al.* 2009 ; Campbell, 2015 ; Campbell *et al.*, 2015).

Toutefois, les OCI restent difficiles à comprendre pour les investisseurs (Campbell, 2015), y compris pour les investisseurs sophistiqués. Ces derniers ont du mal à interpréter les composantes de l'OCI sans l'aide du management (Wang *et al.*, 2006 ; Campbell *et al.*, 2015 ; Landsman *et al.*, 2011). Finalement, ce qui semble le plus important c'est la façon de présenter les OCI. Hirst et Hopkins (1998) puis Maines et Mac Daniels (2000) mettent en évidence l'intérêt de distinguer les variations des capitaux propres, autres que celles qui relèvent de transactions avec les actionnaires, dans un document spécifique. En effet, lorsqu'elles sont publiées dans un tableau de variations des capitaux propres, leur contenu informationnel reste très limité. Hunton *et al.* (2006) prolongent ces travaux en montrant que la propension des managers à gérer le résultat décroît lorsque les OCI sont publiés dans un document spécifique. Lee *et al.* (2006) confirment ce résultat sur un échantillon d'entreprises d'assurance. Bamber *et al.* (2010) montrent que lorsque les dirigeants ont le choix, ils préfèrent ne pas publier d'état de performance global, notamment lorsque leur rémunération est fortement liée au cours de bourse de l'entreprise ou lorsque leur probabilité d'éviction est importante.

2.3. Principaux résultats

Pour résumer, quatre principaux enseignements peuvent être tirés de cette revue de littérature :

- (1) Globalement, les investisseurs accordent de l'intérêt aux annonces de résultats ajustés mais ce sont les investisseurs non-sophistiqués qui utilisent les PF. A l'inverse, les investisseurs sophistiqués ne semblent pas influencés par les PF qu'ils jugent d'ailleurs avec méfiance.
- (2) Les PF sont susceptibles de tromper les investisseurs car ils peuvent être stratégiquement utilisés par les managers pour modifier la perception de la performance que peuvent en avoir les parties prenantes. Toutefois, la gouvernance de l'entreprise et la régulation sont des moyens efficaces pour limiter les ajustements « opportunistes ».
- (3) Même si la connaissance des différents éléments qui composent le résultat global (OCI) s'avère importante pour les investisseurs, la supériorité du *comprehensive income* sur le résultat net ne semble pas démontrée.
- (4) Les éléments qui composent l'OCI sont difficiles à interpréter y compris pour les investisseurs sophistiqués. Aussi ils s'avèrent utiles s'ils sont publiés dans un état spécifique (et non dans un tableau de variation des capitaux propres).

3. Pistes de réflexion

Sur la base de la recension des travaux publiés sur les mesures comptables de la performance financière, trois pistes de propositions à destination du normalisateur comptable peuvent être formulées.

- **La perception de la pertinence des OCI (Autre résultat Global) passe par un important travail de pédagogie tant de la part des normalisateurs que des préparateurs comptables.** Les normalisateurs ont consacré une partie importante de leurs efforts à proposer, définir et délimiter le résultat global. La publication d'un nouvel état financier (l'état de performance global) peut être vue comme l'aboutissement de ce processus. Les recherches publiées suggèrent que la publication de cet état séparé est une condition nécessaire de la pertinence des éléments de l'OCI. Toutefois, les travaux revus dans cette note révèlent aussi que certains des éléments de l'OCI ont un contenu informationnel mais que seuls les investisseurs les plus sophistiqués en ont conscience. Des travaux de recherche complémentaires sur les composantes vraiment utiles aux préparateurs sont de ce point de vue nécessaires, de même que des travaux sur l'intérêt (ou non) du recyclage systématique des OCI dans le résultat net comme indiqué par l'IASB dans l'ED.

- **Et si on rendait compte de l'activité de l'entreprise ? Ne faudrait-il pas demander systématiquement la publication d'un résultat opérationnel suivant une « approche business » ?** Si les investisseurs ont du mal à voir un intérêt dans le résultat global ; le résultat PF, c'est-à-dire un résultat opérationnel publié par le management, en dépit des possibilités de manipulations, semble être utile pour les participants au marché financier. Il pourrait aussi être pertinent de se rapprocher des professionnels que sont les analystes financiers puisque les SE semblent particulièrement pertinents. La divulgation d'un résultat ajusté comporte certes des risques liés à la nature discrétionnaire des ajustements à effectuer mais aussi d'un bénéfice informationnel supérieur à celui du résultat net et du résultat global. Ainsi la proposition de l'IASB dans son ED de retenir une « *business approach* » pour la détermination du résultat semble aller dans le bon sens. C'est aussi un moyen de redonner une valeur interne à la comptabilité qui pourrait s'inscrire dans une vision stratégique de la création de valeur. Cette fonction « interne » de la comptabilité semble à la fois compatible avec la fonction de reddition de compte et d'une fonction de valorisation puisque que ce sont bien les activités sous-jacentes de l'entreprise qui sont étudiées. Dans une vision managériale, la mesure de la performance doit être en ligne avec les modèles économiques des entreprises et rendre compte de leurs activités (l'IASB privilégie d'ailleurs le terme de *business activities*).
- **Le régulateur comptable devrait coopérer davantage avec les normalisateurs de la gouvernance.** En effet, la gouvernance d'entreprise est un facteur important pour garantir le contenu informationnel de l'information comptable. Une des voies d'amélioration de la qualité du *reporting* financier serait donc probablement de mieux articuler la régulation comptable avec les orientations générales de la gouvernance d'entreprise. Ce dernier point est crucial si l'IASB veut favoriser une « *business approach* » dans ses normes futures. En effet, la recherche académique tend à montrer que le management utilise des marges de manœuvre dès que possible. La publication d'une mesure alternative de performance est une opportunité pour le management d'influencer significativement la perception des investisseurs, notamment les moins sophistiqués. A cet égard un risque de manipulation existe que de « bonnes » pratiques de gouvernance limitent significativement.

Annexe méthodologique

La sélection des articles pris en compte dans cette note repose sur les critères suivants :

- Articles publiés en **français** ou en **anglais** d'après les trois bases de données de référence :
 - Business source premier / Proquest
 - Science direct
 - Springer Link.
- Articles publiés dans des **journaux de rang 1, 2 et 3** dans les domaines « Accounting » et « Finance and Insurance » de la liste CNRS.
- Articles publiés **de 1995 à 2015**.

Sur cette base, la recherche des articles s'est faite à partir des mots clefs : « Financial performance measures » / « Financial performance measurement » / « Comprehensive income » / « Street earnings » / « Pro forma earnings ».

Au final, 77 articles ont été initialement retenus. Après lecture et analyse, 50 articles sont finalement inclus dans ce document.

Bibliographie

Allee, Kristian D, Bhattacharya, Nilabhra, Black, Ervin L., Christensen, Theodore E., 2007, Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data, *Accounting, Organizations and Society*. 32(3): 201-222.

Baik, Bok, Farber, David B., Petroni, Kathy, 2009, Analysts' Incentives and Street Earnings. *Journal of Accounting Research*. 47(1):45-69.

Bamber, Smith, Linda, Jiang, John, Petroni, Kathy R., Wang, Isabel, Yanyan, 2010, Comprehensive Income: Who's afraid of performance reporting?. *The Accounting Review*. 85: 97-126.

Barth, Mary, Gow, Ian, Taylor, Daniel, 2012, Why do pro forma and Street earnings not reflect changes in GAAP? Evidence from SFAS 123R. , *Review of Accounting Studies*. 17(3): 526-562.

Barton, Jan, Hansen, Thomas, Bowe, Pownall, Grace, 2010, Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most--and Why? *Accounting Review*. 85(3): 753-789.

Bhattacharya, Nilabhra, Black, Ervin L., Christensen, Theodore E, Larson, Chad R, 2003, Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 36(1-3): 285-320.

Bhattacharya, Nilabhra, Black, Ervin L., Christensen, Theodore E., Mergenthaler, Richard D., 2004, Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting. *Accounting Horizons*. 18 (1): 27-43.

Bhattacharya, Nilabhra, Black, Ervin L., Christensen, Theodore E., Mergenthaler, Richard D., 2007, Who Trades on Pro Forma Earnings Information? *Accounting Review*. 82(3): 581-619.

Black, Dirk E., Black, Ervin L., Christensen, Theodore E. Heninger, William G., 2012, Has the Regulation of Pro Forma Reporting in the US Changed Investors' Perceptions of Pro Forma Earnings Disclosures? *Journal of Business Finance and Accounting*. 39(7/8): 876-904.

Black, Dirk E., Christensen, Theodore E., 2009, US Managers' Use of 'Pro Forma' Adjustments to Meet Strategic Earnings Targets. *Journal of Business Finance and Accounting*. 36(3/4): 297-326.

Bowen, Robert M., Davis, Angela K., Matsumoto, Dawn A., 2005, Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention, and Market Reactions. *Accounting Review*. 80 (4): 1011-1038.

Bradshaw, Mark T., Sloan, Richard G., 2002, GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research*. 40 (1): 41-66.

Brown, Lawrence D., Sivakumar, Kumar, 2003, Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures. , *Review of Accounting Studies*. 8(4): 561-572.

Brown, Nerissa C., Christensen, Theodore E., Elliott, W. Brooke, Mergenthaler, Richard D., 2012, Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures. *Journal of Accounting Research*. 50(1): 1-40.

Bushee, Briand J., 1998, The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*. 73(3): 305-333.

Campbell, John L., 2015, The Fair Value of Cash Flow Hedges, Future Profitability, and Stock Returns. *Contemporary Accounting Research*. 32(1): 243-279.

Campbell, John, Downes, Jimmy, Schwartz, William, 2015, Do sophisticated investors use the information provided by the fair value of cash flow hedges? *Review of Accounting Studies*. 20(2): 934-975.

Chambers, Dennis, Linsmeier, Thomas, Shakespeare, Catherine, Sougiannis, Theodore, 2007, An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. *Review of Accounting Studies*. 12(4): 557-593.

Christensen, Theodore E., Drake, Michael S., Thornock, Jacob R., 2014, Optimistic Reporting and Pessimistic Investing: Do Pro Forma Earnings Disclosures Attract Short Sellers? *Contemporary Accounting Research*. 31(1): 67-102.

Christensen, Theodore, Merkley, Kenneth, Tucker, Jennifer, Venkataraman, Shankar, 2011, Do managers use earnings guidance to influence street earnings exclusions? *Review of Accounting Studies*. 16(3): 501-527.

Cormier, Denis, Lapointe-Latunes, Pascale, Magnan, Michel, 2011, Revisiting the Relevance and Reliability of Non-GAAP Reporting: The Case of the Income Trusts. *Contemporary Accounting Research*. 28(5): 1585-1609.

Dhaliwal, Dan, Subramanyam, K.R., Trezevant, Robert, 1999, Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance? *Journal of Accounting and Economics*. 26(1-3): 43-67.

Dilla, William N., Janvrin, Diane J., Jeffrey, Cynthia, 2013, The Impact of Graphical Displays of Pro Forma Earnings Information on Professional and Nonprofessional Investors' Earnings Judgments. *Behavioral Research in Accounting*. 25(1): 37-60.

Dong, Minyue, Ryan, Stephen, Zhang, Xiao-Jun, 2014, Preserving amortized costs within a fair-value-accounting framework: reclassification of gains and losses on available-for-sale securities upon realization. *Review of Accounting Studies*. 19(1): 242-280.

Doyle, Jeffrey T., Lundholm, Russell J., Soliman, Mark T., 2003, The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies*. 8(2/3): 145-174.

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

Entwistle, Gary M., Feltham, Glenn D., Mbagwu, Chima, 2006a, Financial Reporting Regulation and the Reporting of Pro Forma Earnings. *Accounting Horizons*. 20(1): 39-55.

Entwistle, Gary, Feltham, Glenn, Mbagwu, Chima, 2006b, Misleading Disclosure of Pro Forma Earnings: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics*. 69(4): 355-372.

Frankel, R., McVay, S., Soliman, M., 2011, Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, 16(4): 719–744.

Frederickson, James R., Miller, Jeffrey S., 2004, The Effects of Pro Forma Earnings Disclosures on Analysts' and Nonprofessional Investors' Equity Valuation Judgments. *Accounting Review*. 79(3): 667-686.

Gjesdal, Frøystein, 1981, Accounting for Stewardship. *Journal of Accounting Research*, 19(1): 208–231.

Goncharov, Igor, Hodgson, Allan, 2011, Measuring and Reporting Income in Europe. *Journal of International Accounting Research*. 10(1): 27-59.

Hirst, D. Eric, Hopkins, Patrick E., 1998, Comprehensive Income Reporting and Analysts' Valuation Judgments. *Journal of Accounting Research*. 36(3): 47-75.

Hunton, James E., Libby, Robert, Mazza, Cheri L., 2006, Financial Reporting Transparency and Earnings Management. *Accounting Review*. 81(1): 135-157.

Isidro, Helena, Marques, Ana, 2013, The Effects of Compensation and Board Quality on Non-GAAP Disclosures in Europe. *International Journal of Accounting*. 48(3): 289-317.

Jennings, Ross, Marques, Ana, 2011, The Joint Effects of Corporate Governance and Regulation on the Disclosure of Manager-Adjusted Non-GAAP Earnings in the US. *Journal of Business Finance and Accounting*. 38(3/4): 364-394.

Johnson, W. Bruce, Schwartz Jr., William C, 2005, Are Investors Misled by "Pro Forma" Earnings? *Contemporary Accounting Research*. 22(4): 915-963.

Kanagaretnam, Kiridaran, Mathieu, Robert, Shehata, Mohamed, 2009, Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy*. 28(4): 349-365.

Kolev, Kalin, Marquardt, Carol A., McVay, Sarah E., 2008, SEC Scrutiny and the Evolution of Non-GAAP Reporting. *Accounting Review*. 83(1): 157-184.

Kuo, Chii-Shyan, Chang, Jow-Ran, Yu, Shih-Ti, 2013, Effect of mandatory pro forma earnings disclosure on the relation between CEO share bonuses and firm performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 40(2): 189-215.

Lambert, Richard A., 2004, Discussion of analysts' treatment of non-recurring items in street earnings and loss function assumptions in rational expectations tests on financial analysts' earnings forecasts., *Journal of Accounting and Economics*. 38 (1-3): 205-222.

Landsman, Wayne R., Miller, Bruce L. Peasnell, Ken, Shu Yeh, 2011, Do Investors Understand Really Dirty Surplus? *Accounting Review*. 86 (1): 237-258.

Landsman, Wayne R., Miller, Bruce L., Yeh, Shu, 2007, Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*. 34(3/4): 650-675.

Lee, Yen-Jung, Petroni, Kathy R., Shen, Min, 2006, Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers. *Contemporary Accounting Research*. 23(3): 655-692.

Lougee, Barbara A., Marquardt, Carol A., 2004, Earnings Informatives and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings. *Accounting Review*. 79(3): 769-795.

Maines, Laureen A., McDaniel, Linda S., 2000, Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format. *Accounting Review*. 75 (2): 179-198.

O'Hanlon, John, Pope, Peter, 1999, The value-relevance of UK Dirty surplus accounting flows. *British Accounting Review*. 31: 459-482.

Ramond, Olivier, Batsch, Laurent, Casta, Jean-François, 2007, Résultat et performance financière en normes IFRS: Quel est le contenu informatif du comprehensive income ? *Comptabilité Contrôle Audit*. XXX: 129-154.

Rees, Lynn L., Shane Philip, B., 2012, Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income. *Accounting Horizons*. 26(4): 789-815.

Wang, Yue, Buijink, Willem, Eken, Rob, 2006, The value relevance of dirty surplus accounting flows in The Netherlands. *International Journal of Accounting*. 41(4): 387-405.

Zhang, Huai, Zheng, Liu, 2011, The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 51(1/2): 186-202.