

7^{èmes}
États
Généraux
DE LA RECHERCHE
COMPTABLE

11 décembre 2017

www.anc.gouv.fr



POLICY PAPER

**Utilisation du résultat *pro forma* pour la prédiction
des flux de trésorerie futurs :
Importance de la présentation du compte de résultat**

Thomas Jeanjean (ESSEC Business School)

Isabelle Martinez (LGCO)

Grégoire Davrinche (Toulouse University)

Ce papier de recherche a été réalisé avec le soutien du fonds de concours de l'ANC.
Les propos exprimés n'engagent que l'auteur.

Table des matières

- Introduction : établir le « résultat de base »5
- Désagrégation du compte de résultat5
- Informations non conformes aux GAAP.....6
- Le point de vue des chercheurs sur le résultat non-GAAP7
- Notre thèse : il existe des interactions entre agrégation du compte de résultat et l'utilité de la divulgation de résultat non-IFRS8
- Nos éléments de preuve.....8
- Nos contributions9
- Annexe 1 : notre méthodologie de recherche..... 10
- Bibliographie 13

Résumé

Thomas Jeanjean, Isabelle Martinez, Grégoire Davrinche

Objet de notre étude

Dans le présent article, nous testons si l'utilité du résultat non conforme aux normes internationales d'information financière (résultat non IFRS), publié dans les communiqués de presse, dépend d'autres sources d'information à la disposition des investisseurs. Plus précisément, nous cherchons à déterminer si la capacité du résultat non IFRS à prédire les flux de trésorerie futurs varie avec le degré d'agrégation des états financiers.

Introduction : établir le « résultat de base »

Les états financiers fournissent aux investisseurs des informations sur les résultats de l'entreprise pour les aider à prendre des décisions. À cet égard, le résultat net est une mesure essentielle, car il est audité et constitue un indicateur de performance permettant les comparaisons entre différentes entreprises et dans le temps. Toutefois, pour les investisseurs et les analystes financiers, le résultat net présente un certain nombre d'inconvénients : « *Un [des] problème[s les] plus ennuyeux avec les GAAP est qu'elles mettent l'accent sur la production d'un seul chiffre, le résultat net, qui est censé être utile à l'entreprise, mais aussi aux investisseurs et aux créanciers. Or les investisseurs sophistiqués ne se soucient pas du résultat net publié. Ils veulent savoir de quoi il se compose ou, plus précisément, être capables de distinguer les éléments d'exploitation (ventes aux clients moins coût de ces ventes) des autres éléments (produits ou charges d'intérêt). Ils veulent aussi savoir quels éléments sont susceptibles d'être récurrents et quels éléments ne le sont pas (charges de restructuration). Enfin, ils veulent savoir quels sont les éléments réels et ceux qui, comme l'amortissement d'actifs incorporels, sont des concepts purement comptables.* » (McKinsey, 2013¹). En d'autres termes, les investisseurs sont davantage intéressés par le résultat « récurrent » ou « lié aux activités » que par le résultat net.

Au moins deux possibilités s'offrent aux dirigeants pour fournir ces informations : la désagrégation du compte de résultat ou la communication volontaire d'information en dehors des états financiers.

Désagrégation du compte de résultat

S'agissant de la première possibilité, les autorités de normalisation exigent une présentation du résultat (résultat net, par exemple) ainsi que de sous-totaux lorsqu'une telle présentation est pertinente pour l'évaluation de la performance (IAS1, para. 85). À cet égard, les entreprises peuvent choisir le modèle de présentation (par nature ou par fonction) du compte de résultat (IAS 1, para. 99). D'après l'Autorité des normes comptables (ANC, 2013) et la Société française des analystes financiers (SFAF²), les analystes financiers ont une nette préférence pour la présentation du compte de résultat par nature. Un compte de résultat par fonction peut ne pas être désagrégé, c'est-à-dire être que le résultat net est la simple différence entre les produits et les charges, sans sous-totaux intermédiaires. L'ANC (2013) recommande aux entreprises qui choisissent le compte de résultat par fonction de communiquer des informations supplémentaires en annexe sur les dépenses par nature, y compris les charges d'amortissement et les frais de personnel.

¹ <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/building-a-better-income-statement>

² www.focusifrs.com/content/.../IMA.20150929_SFAP-normalisation-comptable.pdf

Informations non conformes aux GAAP

Outre la présentation du compte de résultat, les managers peuvent décider de communiquer un résultat non-GAAP ou non-IFRS, en dehors des états financiers. Le résultat non-GAAP ou non-IFRS est calculé par l'entreprise pour illustrer son « résultat récurrent ». Les corrections les plus couramment opérées visent à retrancher du résultat net l'effet des opérations non liées à l'exploitation et des opérations non récurrentes (Ciesielski, 2015). Comme l'a noté le CFA Institute (2017), il existe une multitude de dénominations pour désigner ce type de résultat: résultat non-GAAP ou non-IFRS, résultat corrigé, résultat récurrent, résultat ajusté ou encore résultat *pro forma*³. Plus généralement, la terminologie « indicateurs alternatifs de performance » (IAP) est utilisée par les autorités boursières pour définir « un indicateur financier, historique ou futur, de la performance, de la situation financière ou des flux de trésorerie autre qu'un indicateur financier défini ou précisé dans le référentiel comptable applicable » (AEMF, 2015)⁴. Dans le présent article, nous utilisons le terme résultat *pro forma*⁵ pour désigner le résultat ajusté que les dirigeants divulguent volontairement via un communiqué de presse.

Des études récentes attestent du foisonnement des résultats non GAAP et non IFRS (par exemple Bentley, 2016 ou Black *et al*, 2016 pour les États-Unis ; Clinch *et al*, 2017 au niveau international⁶). Les autorités internationales de normalisation et de réglementation des valeurs mobilières se sont émues de cette tendance car ces mesures ne sont soumises à aucune norme officielle et pourraient manquer de rigueur et de transparence. Les informations *pro forma* posent aussi la question des motivations des dirigeants qui les communiquent (CFA Institute, 2017). En outre, le manque de comparabilité des données d'une entreprise avec ses concurrents ou dans le temps constitue le principal inconvénient des données non IFRS. Ces critiques ont conduit l'IASB à réviser la norme IAS 1 sur la base d'un exposé-sondage (ED 2014/1) relatif à des amendements de la norme IAS 1 dans le contexte du projet « Informations à fournir » (IASB, 2014), afin de limiter la prolifération des indicateurs non-IFRS. Néanmoins, en dépit de ces réticences vis-à-vis de ces résultats ajustés, certaines normes de l'IASB font référence à des d'indicateurs non-IFRS. Ainsi, IFRS 8 (sur l'information sectorielle) repose sur des informations « conformes à la vision de la direction », qui peuvent ne pas être conformes à aux informations fondées sur les IFRS.

³ Barth *et al.* (2012) font la distinction entre *street earnings* (résultat corrigé par les analystes) et résultat *pro forma* (corrigé par la direction).

⁴ Autorité européenne des marchés financiers.

⁵ Le terme « *pro forma* » a également une autre acception. Du point de vue du régulateur, 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.

⁶ L'étude de Clinch *et al.* (2017) couvre huit pays : Allemagne, Australie, France, Hong Kong, Italie, Royaume-Uni, Singapour et Suède. En 2013, les pays recourant le plus aux IAP sont le Royaume-Uni et la France. Hong Kong et Singapour sont ceux qui les utilisent le moins.

Plusieurs initiatives ont été lancées pour accroître l'utilité du résultat non GAAP ou non IFRS. Par exemple, le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR, 2005) émet la recommandation suivante : respect des principes IFRS relatifs aux états financiers pour tous les types d'informations financières ; définition des IAP utilisés ; explication des différences entre IAP et indicateurs IFRS (mise en concordance des chiffres) ; fourniture d'informations sur une période de référence ; mention éventuelle du fait que les IAP sont soumis à vérification. De plus, l'IFAC⁷ a publié un exposé-sondage en 2014 afin d'établir « une référence de bonne pratique pour l'élaboration et la communication d'indicateurs financiers supplémentaires ». En 2016, l'OICV⁸ a également publié des recommandations faisant référence (« *Statement on Non GAAP financial measures* ») et concernant l'utilisation généralisée des IAP. Elle fournit un cadre global et déclare que chaque juridiction locale devrait définir et faire appliquer ses propres exigences pour la présentation des résultats ajustés. En Europe, par exemple, la publication de l'ESMA intitulée « Orientations. Indicateurs alternatifs de performance » (ESMA, 2015) détaille les exigences à satisfaire afin que les IAP s'accompagnent d'informations suffisantes pour que les investisseurs puissent s'en servir correctement. En France, deux recommandations (DOC-2015-12 et DOC-2016-09) ont été émises par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Le point de vue des chercheurs sur le résultat non-GAAP

Les travaux universitaires sont généralement peu concluants quant à l'utilité des indicateurs *pro forma*. Certes, le résultat *pro forma* permet de fournir des informations « privées » aux investisseurs et les aide à prendre des décisions. Autrement dit, les résultats ajustés peuvent servir de signal sur la rentabilité future de l'entreprise. Dans cette perspective, les dirigeants aident les utilisateurs des états financiers à identifier les éléments de performance récurrents et non récurrents en publiant un résultat non-IFRS. Par conséquent, le résultat ajusté livre implicitement des informations utiles et renseigne *de facto* les investisseurs sur le « résultat récurrent ». Ainsi, Bradshaw et Sloan (2002), Brown et Sivakumar (2003), Battacharya *et al.* (2003), Johnson et Schwartz (2005), Marques (2006), Cormier *et al.* (2011), Venter *et al.* (2014), Black *et al.* (2016) et Bradshaw *et al.* (2016) jugent que le résultat non GAAP ou non IFRS est plus pertinent que le revenu net pour l'évaluation de la performance des entreprises. En revanche, Clinch *et al.* (2017) concluent que les corrections apportées par les entreprises au résultat IFRS n'ont souvent aucun contenu informatif prédictif.

Par ailleurs, le résultat non GAAP relève en partie d'un choix discrétionnaire de la direction et peut induire en erreur les investisseurs. Selon ce point de vue, les dirigeants « opportunistes » publient un résultat (ou procèdent à des corrections stratégiques) pour mettre en avant une présentation plus avantageuse des performances. Par exemple, Doyle *et al.* (2003), Bhattacharya *et al.* (2004), Marques (2006), Choi *et al.* (2007), Isidro et Marques (2013) considèrent que les investisseurs peuvent être induits en erreur par les informations non GAAP ou non IFRS.

⁷ IFAC : Fédération internationale des experts-comptables

⁸ IOSCO : Organisation internationale des commissions de valeurs

Récemment, Guillaumon-Saorin *et al.* (2017) se sont penchés sur la réaction du marché à la divulgation de résultats non GAAP sous-tendue par le désir d'influencer favorablement les investisseurs (stratégie de « gestion des impressions »). Leur conclusion est la suivante : même si les dirigeants tentent de fausser la perception des utilisateurs, les investisseurs sophistiqués pénalisent la publication d'un résultat *pro forma* divulgué dans l'intention de les influencer.

Black *et al.* (2016) soulignent des biais méthodologiques qui expliquent les discordances entre ces deux séries de travaux. Notamment, les conclusions précédentes étaient faussées par une mauvaise appréciation de l'utilité des résultats non-GAAP.

Notre thèse : il existe des interactions entre agrégation du compte de résultat et l'utilité de la divulgation de résultat non-IFRS

Notre étude porte sur la capacité prédictive du résultat *pro forma* en prenant en compte la présentation du compte de résultat (ou du degré de désagrégation du résultat) choisie par des entreprises françaises cotées en bourse. Notre objectif est double. Nous tentons d'abord de déterminer si le résultat *pro forma* est plus informatif sur les flux de trésorerie futurs que le résultat conforme aux IFRS. Deuxièmement, nous cherchons à savoir si la capacité prédictive du résultat *pro forma* dépend de la présentation du compte de résultat. D'après l'IASB et le FASB, le niveau d'agrégation des états financiers empêche leurs utilisateurs de prévoir correctement les flux de trésorerie futurs et de comparer les perspectives d'investissement d'une entreprise à l'autre. Nous formulons donc l'hypothèse que l'utilité prédictive du résultat *pro forma* devrait être plus importante pour les entreprises optant pour un compte de résultat agrégé que pour les entreprises faisant le choix d'une désagrégation du compte de résultats (contenant des sous-totaux).

Nos éléments de preuve

Notre étude empirique s'appuie sur un échantillon de sociétés françaises cotées en bourse durant la période 2007-2015. L'échantillon initial se compose de sociétés inscrites au CAC All-Tradable (ancien SBF 250). Les banques et autres institutions financières en sont exclues, car le format de leur compte de résultat est réglementé et particulier. Nous avons collecté des résultats IFRS dans la base de données *Infinancials*. Les résultats *pro forma* sont identifiés dans les communiqués de presse extraits de la base de données *Factiva*. Les autres variables sont issues de la base de données *Thomson Reuters Eikon*. Après exclusion des données pour lesquelles le résultat net IFRS n'était pas disponible, l'échantillon final comprend 2 728 observations (entreprises/années) de 2007 à 2015. Environ 16 % de l'échantillon total (456 observations d'entreprises/années) communiquent un résultat *pro forma*. Le pourcentage de sociétés communiquant des résultats non GAAP n'a fait que croître de 2006 à 2015, en passant de 9 % à 23 %. Nous constatons également des variations sectorielles considérables : alors que seulement 9 % des entreprises du secteur « pétrolier et gazier » communiquent des résultats non IFRS, la proportion s'élève à 35 % dans le secteur de la construction. En moyenne, le résultat non IFRS est supérieur de 10 % au résultat net. Le résultat non IFRS est plus stable dans le temps que le revenu net : il varie moins que le résultat net.

Pour évaluer l'utilité du résultat non GAAP, nous avons retenu la même méthodologie que Doyle *et al.* (2003). Les choix que nous avons opérés à cet égard sont détaillés à l'annexe 1. S'inspirant du cadre conceptuel de l'IASB, notre méthodologie se fonde sur l'intuition que plus le chiffre du résultat (Qu'il soit IFRS ou non-IFRS) est associé aux flux de trésorerie futurs, plus il est utile.

Nos résultats montrent que le résultat *pro forma* est utile pour prédire les flux de trésorerie opérationnels futurs. Les corrections volontairement apportées par les dirigeants au résultat net IFRS (c'est-à-dire la différence entre le résultat non IFRS et le résultat net) fournissent des informations supplémentaires aux investisseurs qui souhaitent évaluer la performance financière, mais moins que le résultat net. Pour être plus précis, 1 € de résultat net au cours d'un exercice donné se traduit par 0,78 € de flux de trésorerie opérationnel l'année suivante (et, respectivement, 1,52 € et 2,20 € deux et trois ans plus tard). Par comparaison, 1 € de corrections proposées par les dirigeants se traduit seulement par 0,10 € de flux de trésorerie l'année suivante (et, respectivement, 0,24 € et 0,46 € deux et trois ans plus tard). En d'autres termes, 100 € de revenu net sur un exercice permet aux investisseurs de prédire 78 € de flux de trésorerie opérationnels; 100 € de corrections *pro forma* se traduisent par seulement 10 € de flux de trésorerie opérationnels un an plus tard.

Le résultat *pro forma* est plus informatif que le revenu net IFRS *uniquement si les entreprises adoptent le compte de résultat sans sous-totaux*. Plus précisément, quand les entreprises choisissent un compte de résultat désagrégé (avec des sous-totaux), les corrections proposées par les dirigeants ne sont pas associées de manière significative aux flux de trésorerie futurs. Autrement dit, quand les dirigeants s'engagent à fournir des éléments additionnels ou à détailler le compte de résultat en faisant apparaître les sous-totaux du résultat, les mesures *pro forma* ne sont pas utiles pour les utilisateurs des états financiers pour prédire les flux de trésorerie futurs.

Nos contributions

Notre étude contribue aux recherches sur les informations non GAAP. Nous cherchons à déterminer la capacité prédictive du résultat non IFRS en prenant en compte la présentation (agrégée ou non) du compte de résultat. Le contexte européen, et en particulier le cadre français, est intéressant, car les entreprises peuvent choisir entre compte par nature ou par fonction, avec un niveau de détail variable (même si l'ANC préconise les comptes de résultat détaillés faisant apparaître les sous-totaux). Nous disposons ainsi d'un terrain d'étude privilégié pour vérifier si ce choix modifie l'utilité relative du résultat *pro forma*.

Notre étude contribue ainsi au débat concernant l'information utile pour apprécier la performance financière. Nos conclusions sont susceptibles d'intéresser tant les autorités de réglementation que les professionnels. Depuis 2010, le FASB et l'IASB se déclarent préoccupés par le niveau d'agrégation des états financiers et ont lancé un projet commun relatif à la présentation de ces états (*Projet Compte de résultat*) afin de rehausser le niveau de désagrégation des états financiers et rendre les informations fournies plus utiles (IASB, 2010).

En 2013, le cabinet de conseil McKinsey s'est fait l'écho de préoccupations similaires en soulignant la nécessité de distinguer éléments opérationnels et non opérationnels⁹. Nos résultats vont aussi dans ce sens et soulignent que la désagrégation de l'information réduit l'asymétrie d'information et bénéficie aux investisseurs (Venter *et al.*, 2013 ; Libby et Brown, 2013 ; Anderson, 2015 ; etc.).

Annexe 1 : notre méthodologie de recherche

Nous suivons une méthode en deux temps. La première étape consiste à déterminer si le résultat non IFRS possède une valeur informative supérieure (à celle du résultat net IFRS) pour prédire les flux de trésorerie futurs. Comme Doyle *et al.* (2003), nous nous servons de l'association avec les flux de trésorerie futurs et estimons la relation entre flux de trésorerie futurs, résultat net IFRS et différence entre résultat *pro forma* et résultat net IFRS (équation 1).

$$CFO_{t+x} = \alpha_1 IFRS \text{ net income} + \alpha_2 \text{Difference between Pro forma and IFRS} \\ + \alpha_3 \text{Accruals}_t + \alpha_4 \text{Growth}_t + \varepsilon_t$$

[Équation 1]

La variable dépendante est la somme des flux de trésorerie opérationnels futurs sur un, deux ou trois années après l'annonce de l'indicateur alternatif de performance (CFO_{t+x} est la somme des flux de trésorerie futurs issus de l'exploitation sur x années à compter de la période en cours avec $x = 1, 2$ ou 3). Nous prenons en compte l'effet des *ajustements comptables (accruals)*, car Dechow (1994), Dechow *et al.* (1998) et Barth *et al.* (2001) montrent que les ajustements pour la période courante prédisent les flux de trésorerie futurs. Nous contrôlons également la *croissance* (augmentation des ventes par rapport aux ventes de l'année précédente, en pourcentage), car les entreprises en croissance ont des flux de trésorerie futurs moins importants en raison de leurs besoins accrus en fonds de roulement. Toutes les variables sont mises à l'échelle en fonction des actifs retardés et tronquées aux seuils de 1 % et 99 % pour limiter l'influence des valeurs aberrantes.

Estimer l'équation (1) dans une régression « poolée » est problématique d'un point de vue économétrique, car les observations sont annuelles alors que la variable dépendante couvre une période allant jusqu'à 3 ans. Il y a donc un chevauchement de la variable dépendante entre deux observations. Afin de neutraliser les effets de ce problème, nous estimons l'équation (1) séparément pour chaque année et conservons la moyenne des coefficients ainsi estimés. Nous calculons ensuite une statistique t à partir des estimations annuelles (statistique t Fama-Macbeth), en ajustant l'écart-type traditionnel de la correction de Newey-West pour tenir compte de la possible autocorrélation des estimations annuelles.

⁹ <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/building-a-better-income-statement>

En suivant cette première procédure, une valeur α_2 significative peut être interprétée d'au moins deux manières. Une première interprétation est que les corrections non GAAP (différence entre résultat *pro forma* et résultat net) augmentent la capacité à prédire les flux de trésorerie futurs. Il est également possible que le caractère significatif de α_2 résulte d'un biais d'autosélection. Nous détaillerons après cette possibilité.

Il y a deux points de comparaison pertinents pour le coefficient concernant la *différence entre revenu pro forma et revenu net* dans l'équation (1). Si les ajustements ne sont pas pertinents alors les éléments non récurrents n'ont pas d'incidence sur la trésorerie et α_2 devrait être nul. Une autre référence pour apprécier α_2 est α_1 , ce qui revient à comparer l'utilité des ajustements au résultat net et l'utilité du résultat net. Toutes les variables sont mises à l'échelle en fonction de l'actif total par action, les coefficients de l'équation (1) peuvent être interprétés comme les conséquences sur les flux de trésorerie futurs d'une variation d'un euro des variables indépendantes.

La deuxième étape consiste à vérifier l'effet de la présentation du compte de résultat sur la pertinence du résultat non IFRS. Plus précisément, nous partageons notre échantillon en deux en fonction du format du compte de résultat (agrégé ou non). Nous estimons l'équation suivante :

$$\begin{aligned} CFO_{t+x} = & \alpha_1 IFRS \text{ net income if multiple step IS} \\ & + \alpha_2 \text{Difference between Pro forma and IFRS if multiple step IS} \\ & + \alpha_3 IFRS \text{ net income if single step IS} \\ & + \alpha_4 \text{Difference between Pro forma and IFRS if single step IS} \\ & + \alpha_5 Accruals_t + \alpha_6 Growth_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

[Équation 2]

α_1 (ou α_3) reflète l'association entre les flux de trésorerie futurs et le résultat net quand le compte de résultat est agrégé (détaillé). *A priori*, nous ne pensons pas que l'association entre revenu et flux de trésorerie futurs soit influencée par la désagrégation du compte de résultat : par conséquent, l'ordre de grandeur de α_1 et α_3 ne devrait pas différer.

Le coefficient α_3 (α_4) reflète l'association entre corrections *pro forma* et flux de trésorerie futurs si le compte de résultat est désagrégé (agrégé). Si les informations *pro forma* sont pertinentes, alors les coefficients α_3 et α_4 devraient être significatifs et positifs si l'on se place dans la perspective du « signal » (négatifs, dans la perspective « opportuniste »). Nous prédisons que l'agrégation du compte de résultat et les informations *pro forma* sont substituables. Si c'est le cas, alors α_4 devrait être plus important que α_3 . Si α_3 et α_4 sont comparables, cela signifierait que la désagrégation du compte de résultat est sans effet sur l'utilité de l'information *pro forma*.

Des facteurs associés à la divulgation d'un indicateur *pro forma* pourraient aussi être associés aux flux de trésorerie futurs, ce qui poserait un problème d'autosélection. Pour y remédier, nous utilisons deux méthodes différentes : une procédure d'Heckman et une procédure d'appariement des scores de propension. Aucune des deux méthodes ne modifie les conclusions de notre étude.

Bibliographie

- ANC, 2013, Recommandation n° 2013-03 du 7 novembre 2013 relative au format des comptes consolidés des entreprises établis selon les normes comptables internationales (hors établissements du secteur bancaire et organismes d'assurance), http://www.anc.gouv.fr/files/live/sites/anc/files/contributed/ANC/2.%20Normes%20internationales/NI%202013/Recommandation_2013_R03.pdf
- Anderson J.D., 2015, Disaggregated Financial Statement Information in an Unregulated Environment, PhD. Dissertation, MIT Sloan School of Management.
- Barth M., Gow I., Taylor D., 2012, Why do pro forma and street earnings not reflect changes in GAAP? Evidence from SFAS 123, *Review of Accounting Studies*. 17 (3): 526–562.
- Bentley J., Christensen T.E, Gee K., Whipple B., 2016, Disentangling managers' and analysts' non-GAAP reporting incentives, *Working paper* ssrn-id2610995.
- Bhattacharya N., Black E. L., Christensen T. E., Larson C. R., 2003, Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings, *Journal of Accounting and Economics*. 36(1-3): 285-320.
- Black D. E., Christensen T. E., Ciesielski J. T., Whipple B. C., 2016, Non-GAAP Reporting: Evidence from Academia and Current Practice, *Working paper* ssrn-id2759312.
- Bradshaw M. T., Christensen T. E., Gee K. H., Whipple B. C. 2016. Investor Preference and Manager Motivation for Non-GAAP Earnings: Correcting for Measurement Error in Empirical Research, , *Working paper* ssrn-id2441367.
- Bradshaw M. T., Sloan R. G., 2002, GAAP versus the Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings, *Journal of Accounting Research*. 40 (1): 41-66.
- CFA Institute, 2017, Accounting's Tower of Babel: Key Considerations in Assessing Non-GAAP Earnings, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v73.n2.5>.
- Choi Y.-S., Lin S., Walker M., and Young S., 2007, Disagreement over the persistence of earnings components: evidence on the properties of management-specific adjustments to GAAP earnings, *Review of Accounting Studies*. 12 (4): 595-622.
- Ciesielski, J., 2015, Where it lives in the S&P 500: The non-GAAP earnings epidemic, Part 1. *The Analyst's Accounting Observer* 24 (9):1–12.
- Clinch G., Tarca A., Wee M., 2017, Presentation and disclosure of IFRS earnings, adjusted earnings and subtotals: Relevance to market participants and implications for standard setters, Informing the IASB Standard Setting Process Research Program: Progress Report No. 3.
- Dechow P., 1994, Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics*. 18: 3–42.

- Dechow P., Kothari S. P., Watts R., 1998, The Relation Between Earnings and Cash Flows, *Journal of Accounting and Economics*. 25: 133–168.
- Doyle J. T., Lundholm R. J., Soliman M. T., 2003, The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings., *Review of Accounting Studies*. 8(2/3): 145-174.
- ESMA 2015, Guidelines on Alternative Performance Measures
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>
- Guillamon-Saorin E., Isidro H., Marques A., 2017 Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements, *Journal of Business Finance and Accounting*, forthcoming DOI: 10.1111/jbfa.12238.
- Isidro H., Marques A., 2013, The Effects of Compensation and Board Quality on Non-GAAP Disclosures in Europe, *International Journal of Accounting*. 48(3): 289-317.
- Johnson W. B., Schwartz Jr., William C., 2005, Are Investors Misled by "Pro Forma" Earnings?, *Contemporary Accounting Research*. 22(4): 915-963.
- Libby R., Brown T., 2013, Financial Statement Disaggregation Decisions and Auditors' Tolerance for Misstatement, *The Accounting Review*. 88: 641–665.
- Marques A., 2006., SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures, *Review of Accounting Studies*. 11 (4): 549-574.
- Venter E., Cahan S., Emanuel D., 2013, Mandatory Earnings Disaggregation and the Persistence and Pricing of Earnings Components, *The International Journal of Accounting* 48: 26–53.
- Venter E., Emanuel D., Cahan S., 2014, The value relevance of mandatory non-GAAP earnings, *Abacus*. 50 (1): 1-24.
- Venter E., Emanuel D., Cahan S., 2014. The value relevance of mandatory non-GAAP earnings, *Abacus*. 50 (1): 1-24.