

AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur : ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite de ce travail expose à des poursuites pénales.

Contact : portail-publi@ut-capitole.fr

LIENS

Code la Propriété Intellectuelle – Articles L. 122-4 et L. 335-1 à L. 335-10

Loi n° 92-597 du 1^{er} juillet 1992, publiée au *Journal Officiel* du 2 juillet 1992

<http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg-droi.php>

<http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm>



THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par :

Université Toulouse 1 Capitole (UT1 Capitole)

Présentée et soutenue par :
Grégoire DAVRINCHE-HAMET

le vendredi 20 novembre 2020

Titre :

Stratégies et motivations associées à la divulgation de résultats "non-GAAP"
dans le contexte français

École doctorale et discipline ou spécialité :

ED SG : Comptabilité Contrôle

Unité de recherche :

TSM Research - UMR CNRS 5303

Directeur/trice(s) de Thèse :

Madame Isabelle MARTINEZ, Professeur des Universités, Université Paul Sabatier

Co-encadrant : Monsieur Guillaume DUMAS, Maître de Conférence, Université de Montpellier

Jury :

Rapporteurs

Monsieur Thomas JEANJEAN, Professeur, ESSEC Business School

Madame Florence DEPOERS, Professeur des Universités, Université Paris Nanterre

Examineurs

Monsieur Walid BEN AMAR, Professeur, Telfer School of Management, Université d'Ottawa

Madame Jennifer BOUTANT LAPEYRE, Maître de Conférences, Université Toulouse 1 Capitole

Monsieur Assâad EL AKREMI, Professeur des Universités, Université Toulouse 1 Capitole



THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par :

Université Toulouse 1 Capitole (UT1 Capitole)

Présentée et soutenue par :
Grégoire DAVRINCHE-HAMET

le vendredi 20 novembre 2020

Titre :

Stratégies et motivations associées à la divulgation de résultats "non-GAAP"
dans le contexte français

École doctorale et discipline ou spécialité :

ED SG : Comptabilité Contrôle

Unité de recherche :

TSM Research - UMR CNRS 5303

Directeur/trice(s) de Thèse :

Madame Isabelle MARTINEZ, Professeur des Universités, Université Paul Sabatier

Co-encadrant : Monsieur Guillaume DUMAS, Maître de Conférence, Université de Montpellier

Jury :

Rapporteurs

Monsieur Thomas JEANJEAN, Professeur, ESSEC Business School

Madame Florence DEPOERS, Professeur des Universités, Université Paris Nanterre

Examineurs

Monsieur Walid BEN AMAR, Professeur, Telfer School of Management, Université d'Ottawa
Madame Jennifer BOUTANT LAPEYRE, Maître de Conférences, Université Toulouse 1 Capitole
Monsieur Assâad EL AKREMI, Professeur des Universités, Université Toulouse 1 Capitole

« L'université n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions particulières de l'auteur. »

Remerciements

Mes remerciements s'adressent tout d'abord à ma directrice de thèse, Madame la **Professeure Isabelle Martinez**. Au cours des cinq dernières années, son suivi, sa patience et son expérience ont été des moteurs essentiels à la conduite et à la finalisation de ce travail doctoral. Sous sa direction, j'ai pu apprendre la rigueur et l'abnégation nécessaires à tout travail de recherche. C'est enfin elle qui m'a ouvert les portes de la communauté scientifique, en m'incitant très tôt à communiquer mes travaux et à postuler au programme du CEFAG. Mes remerciements vont également à **Guillaume Dumas**, qui a co-encadré ce travail. Sa présence, son écoute et ses conseils ont été *ô combien* précieux tout au long de la thèse. Il a été un véritable tuteur sur lequel j'ai pu m'appuyer dans les bons comme dans les mauvais moments. Pour tout cela, je tiens à adresser à l'une et l'autre ma sincère et profonde reconnaissance.

Je souhaite ensuite adresser mes plus vifs remerciements à la **Professeure Florence Depoers** et au **Professeur Thomas Jeanjean** qui me font l'honneur d'être les rapporteurs de ce travail doctoral. Mes sincères remerciements vont également au **Professeur Walid Ben-Amar**, à **Jennifer Boutant** et au **Professeur Assâad El-Akreimi** pour avoir accepté de participer à ce jury de thèse.

Plus globalement, je souhaite remercier l'ensemble des institutions qui m'ont aidé au cours de ces années. Je pense tout d'abord aux membres des **laboratoires du LGCO, de TSM et de TBS** qui, au fil des ateliers doctoraux, ont contribué à faire progresser ce travail. Je remercie tout particulièrement Marie-Anne Verdier, Emmanuelle Nègre, Serge Agbodjo, Anne Rivière, Jonathan Maurice, Jennifer Boutant, Simon Alcouffe et Fatem-Zahra El Fassi. Je remercie également les membres du pôle comptabilité-contrôle de **Montpellier Management**, et notamment la Professeure Sophie Spring pour leur accueil et remarques lors de ma présentation. J'exprime également toute ma reconnaissance à **l'Association Francophone de Comptabilité (AFC)**, et notamment les discutants de mes projets de thèse lors des journées doctorales.

Je tiens également à remercier toutes les **équipes administratives du Programme Doctoral de TSM et de TSM Research**, qui m'ont permis de travailler dans des conditions exemplaires tout au long de ma thèse. Je pense notamment à la Directrice de l'Ecole Doctorale, Fany Declerck (et plus récemment Marion Fortin), mais également à Claudia Russel, Sarah Castillo, Corinne Schaffner, Anne-Sophie Pradel et Montserrat Vinolo.

Enfin, j'exprime mes remerciements à la **FNEGE** pour m'avoir sélectionné au sein du programme du CEFAG (promotion 2018). Je remercie particulièrement le **Professeur Hervé Laroche** et la **Professeure Isabelle Martinez** pour leur accueil et leur gentillesse au cours de ces trois semaines. Je remercie également Messieurs les Professeurs Assâad El-Akremit et Thomas Roulet, qui m'ont fait l'honneur de discuter mon projet de thèse et me guider dans le processus de publication. Ces séminaires ont été riches (et intenses) autant sur le plan académique que sur le plan humain. Enfin, le programme du CEFAG m'a donné l'opportunité d'effectuer un séjour de recherche à la Norwich Business School. A ce titre, je tiens à remercier la **Professeure Ana Marques** pour sa grande disponibilité et son aide tout au long de mon séjour.

À titre amical, je tiens à remercier l'ensemble de mes collègues, amis et proches pour leur soutien au cours des dernières années. Si la thèse est un travail parfois solitaire, elle est aussi le terrain de rencontres et d'échanges plus enrichissants les uns que les autres. Je remercie tout d'abord **Maxence Postaire**, mon alter ego de thèse, avec qui j'ai partagé doutes, incertitudes mais également réussites et meilleurs moments. Nous nous rappellerons longtemps des conférences de Poitiers, Nantes et Paris ou encore de nos aventures à Chypre. J'adresse également un clin d'œil à l'ensemble des camarades doctorants et / ou jeunes docteurs, avec qui j'ai pu partager des moments conviviaux (et plus festifs !). Je pense particulièrement à **Laurent Busca** qui a su prodiguer ses précieux conseils. Je n'oublie évidemment pas tous les autres : Vincent, Sarah, Taieb, Diana, Clarence et Michelle.

Merci à **mes amis**, Henri, Pauline, David, Ahmad, Jiff., Rémi, Pierre, Audrey, Zakia, Nadjib, Michel et Maunie, pour tous les bons moments passés ensemble. Vous avoir à mes côtés durant cette période m'a permis de concilier l'importante charge de travail avec une vie sociale.

À titre plus personnel, je remercie **Philippine** pour son amour, son aide et son soutien sans faille. Ta présence et ton optimisme ont été indispensables et m'ont aidé à surmonter chaque épreuve de la thèse. Merci pour tes nombreuses relectures et pour m'avoir supporté dans cette période de rédaction-confinement si particulière. Ce travail te doit énormément.

The last but not the least, je remercie **mes parents et mon frère** pour m'avoir soutenu du début à la fin de cette aventure. Merci à ma maman pour ses dernières relectures sur la toute dernière ligne droite. La curiosité qui m'a motivé à commencer cette thèse et qui n'a cessé de m'animer est également le fruit de leur éducation. Merci d'avoir eu confiance en moi et de m'avoir laissé poursuivre vers la voie universitaire.

Ces quelques pages ne suffisent évidemment pas à remercier nommément tout le monde. Aussi, je remercie plus généralement l'ensemble des personnes qui m'ont aidé, de près ou de loin, à réaliser ce travail.

Bonne lecture !

Sommaire

Introduction générale	1
Chapitre 1. Présentation conceptuelle de l'objet de recherche	19
Section 1. Description de l'objet de recherche et des concepts clés	23
Section 2. Cadre réglementaire et institutionnel	37
Chapitre 2. La divulgation de RNGAAP : revue de la littérature et hypothèses	61
Section 1. Les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français	65
Section 2. Les motivations de la divulgation de RNGAAP.....	81
Section 3. Hypothèses de recherche : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP.....	111
Chapitre 3. Démarche méthodologique	125
Section 1. Collecte de données et description de l'échantillon.....	129
Section 2. Mesure des dimensions des stratégies de divulgation de RNGAAP.....	143
Section 3. Modèles explicatifs : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP	157
Chapitre 4. Résultats : les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français	173
Section 1. Etat des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français	177
Section 2. Place de la proéminence dans les stratégies de divulgation de RNGAAP.....	203
Section 3. Synthèse et discussion des résultats	209
Chapitre 5. Résultats : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP	225
Section 1. Test des hypothèses de recherche	229
Section 2. Analyses complémentaires.....	245
Section 3. Synthèse et discussion des résultats	255
Conclusion générale.....	271
Bibliographie	279
Liste des tableaux.....	305
Liste des figures	307
Table des matières	309

Liste des acronymes

AMF : Autorité des Marchés Financiers

ANC : Autorité des Normes Comptables

CAC 40 : Cotation Assistée en Continu

C&DI's : *Compliance and Disclosure Interpretations*

CESR : *Committee of European Securities Regulators*

COB : Comité des Opérations de Bourse

EBITDA : *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*

EFRAG : *European Financial Reporting Advisory Group*

EPRA : *European Public Real Estate Association*

ESMA : *European Securities Markets Authority*

FASB : *Financial Accounting Standards Board*

GAAP : *Generally Accepted Accounting Principles*

IAP : Indicateurs Alternatifs de Performance

IAS : *International Accounting Standard*

IASB : *International Accounting Standards Board*

IBES : *Institutional Brokers' Estimate System*

IFRS : *International Financial Reporting Standards*

IIMR : *Institute of Investment Management and Research*

IOSCO : *International Organization of Securities Commissions*

NAREIT : *National Association of Real Estate Investment Trusts*

NIRI : *National Investor Relations Institute*

PDG : Président Directeur Général

ROA : *Return On Assets*

RNGAAP : Résultats non-GAAP

SBF 120 : Sociétés des Bourses Françaises

SEC : *Security and Exchange Commission*

S&P 500 : *Standards and Poors 500*

Introduction générale

Le 16 février 2018, lorsque le groupe aéronautique Air-France-KLM dévoile ses résultats financiers pour l'année 2017, les gros titres de la presse spécialisée ne tarissent pas d'éloges sur la bonne santé financière de l'entreprise franco-néerlandaise. Pour le journal *Les Echos*, l'entreprise « affiche des résultats records, avec un bénéfice d'exploitation de 1,488 milliard d'euros » tandis que le site *Voyage d'affaires* parle de « résultats solides sur l'année 2017 »^{1 2}. De la même façon, le site *Boursier.com* reporte les chiffres clés présentés au sein de la communication financière de l'entreprise avec un certain optimisme : « un EBITDA record de 3,26 milliards d'euros », ou encore « un cash-flow libre d'exploitation qui atteint 696 millions d'euros, contre 347 millions d'euros en 2016 »³. Pour Jean-Marc Janailac, alors PDG du groupe, « Air-France-KLM confirme sa position de leader en Europe en termes de trafic, tout en enregistrant un résultat opérationnel en hausse de 42% et en améliorant significativement son profil financier »⁴. L'engouement affiché par le groupe et la presse masque pourtant une réalité différente : alors que l'entreprise communiquait pour l'exercice 2017 un résultat net « retraité » de 785 millions d'euros, celle-ci constatait la même année une perte comptable nette IFRS de 274 millions d'euros. Selon le communiqué de résultats annuels, cette différence, de l'ordre de plus de 1 milliard d'euros, est imputable à « l'enregistrement de charges non courantes liées à la décomptabilisation des actifs de retraite du bilan du Groupe ». Cet exemple permet de prendre la mesure avec laquelle les entreprises utilisent ce que l'on qualifie de « résultats non-GAAP » (ci-après RNGAAP) et comment celles-ci peuvent tirer parti de l'utilisation de ces indicateurs.

1. Objet et contexte de la recherche

1.1. Définition des concepts : RNGAAP et stratégies de divulgation

Les RNGAAP sont définis comme des « indicateurs financiers de la performance de l'entreprise qui ne sont pas préparés selon les règles et/ou principes comptables généralement

¹ <https://www.lesechos.fr/2018/02/air-france-klm-affiche-des-resultats-records-984650>

² <https://www.voyages-d-affaires.com/air-france-klm-resultats-2017-20180216.html>

³ <https://www.boursier.com/actions/actualites/news/air-france-klm-ameliore-ses-resultats-en-2017-hors-retraites-de-klm-757260.html>

⁴ Air-France-KLM. https://www.airfranceklm.com/sites/default/files/1234_q4_2017_press_release_fr_def.pdf

admis » (Bradshaw et Sloan, 2002, p. 42)⁵. Qualifiés selon diverses dénominations par les entreprises (ex : résultat net ajusté, résultat opérationnel retraité, EBITDA courant, etc.), les RNGAAP correspondent aux résultats dont les modalités de calcul et de présentation ne sont pas prescrites par un référentiel comptable en vigueur (ex : US GAAP, IFRS)⁶. Par opposition aux résultats issus de l'information réglementée, les RNGAAP relèvent donc de la *communication volontaire* des entreprises et laissent une latitude considérable aux dirigeants (Depoers, 2000b ; Pourtier, 2004). Outre le choix de communiquer ou ne pas communiquer, ces derniers décident de la façon de calculer ces indicateurs. En effet, les RNGAAP sont volontairement « ajustés » par les dirigeants. Ces ajustements, qualifiés de « retraitements non-GAAP », correspondent à des charges et / ou produits considérés par les décisionnaires comme représentant des éléments transitoires sans rapport avec l'activité normale de l'entreprise (ex : charges de restructuration, plus ou moins-values sur la cession d'actifs, etc.)⁷. En ce sens, ces indicateurs constituent une mesure restrictive et opérationnelle du résultat comptable (Young, 2014). Enfin, les dirigeants disposent de la possibilité de présenter les RNGAAP de la manière dont ils l'entendent, en choisissant par exemple le vecteur de communication, le niveau de transparence ou encore la place accordée à ces indicateurs dans la communication financière.

La divulgation de RNGAAP regroupe donc un ensemble de pratiques diverses et multidimensionnelles au sein desquelles les dirigeants disposent d'un très large espace discrétionnaire. Considérées conjointement, ces dimensions constituent ainsi des *stratégies de divulgation* à part entière. Michaïlesco (2000, p. 85) définit une stratégie de divulgation comme « *la base schématique de l'élaboration des documents externes* » incluant la formalisation, la mise en œuvre, la communication externe et l'apprentissage généré par celle-ci. Jerome (2013) aborde quant à elle les stratégies de divulgation selon trois dimensions : la décision de communication, la qualité de son contenu et les différents canaux utilisés. Dans cette thèse, nous choisissons de nous restreindre uniquement aux choix effectués par l'émetteur de l'information (entreprises-dirigeants) et laissons de côté la dimension réflexive de ces stratégies liée à l'appréciation de l'information par les destinataires. Ainsi, nous définissons les stratégies de divulgation de RNGAAP comme « *l'ensemble des choix effectués par les dirigeants ayant*

⁵ Traduction : « *Financial indicators of the firm's performance that are not prepared in accordance with Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* ».

⁶ De façon littérale, le qualificatif « GAAP » correspond aux règles (ou principes) généralement admises en comptabilité (en anglais « *Generally Accepted Accounting Principles* »).

⁷ Par opposition, le résultat GAAP est calculé après déduction (inclusion) de l'ensemble des charges (produits) constatés au cours d'un exercice comptable.

pour conséquence la divulgation de RNGAAP et portant sur : les indicateurs utilisés, leur calcul et leur présentation ».

1.2. Un phénomène actuel et controversé

La divulgation de RNGAAP a connu un essor sans précédent au cours des vingt dernières années et constitue aujourd'hui une pratique largement répandue pour la plupart des entreprises cotées (Black et al., 2018 ; Bentley et al., 2018). Aux États-Unis, un rapport du cabinet Deloitte révèle que près de 90 % des entreprises de l'indice S&P500 ont communiqué au moins un indicateur de ce type au cours de l'année 2018. Un phénomène similaire est constaté en Europe, où la divulgation de RNGAAP concerne approximativement 75 % des entreprises (Isidro et Marques, 2015). Selon le cabinet Mazars, l'indicateur « résultat opérationnel » a été communiqué par plus de 90 % des entreprises de l'indice Eurostoxx 50 sur l'année 2016.

Un tel engouement n'est pas sans susciter des réactions contrastées de la part des observateurs du monde des affaires, ces derniers mettant en avant aussi bien les vertus des RNGAAP que les « zones d'ombres » associées à ces indicateurs (Verschoor, 2014 ; McLannahan, 2017 ; Landrot, 2018 ; Lejoux, 2018 ; Asper et al., 2019 ; McKenna, 2019 ; Trainer, 2019). Si les RNGAAP sont reconnus comme utiles et nécessaires au bon fonctionnement des marchés de capitaux, ils ont également été associés à des scandales financiers par la presse spécialisée, ce qui a contribué à ternir leur image. Aux États-Unis, les entreprises des secteurs de la haute technologie et de l'industrie pharmaceutique sont particulièrement surveillées par la presse financière. On reproche tout d'abord à ces entreprises de communiquer des RNGAAP de façon opaque. En 2018, les résultats financiers de l'entreprise Dell sont considérés comme pratiquement « *illisibles* » par la presse financière, notamment en raison de la divulgation massive de RNGAAP (Poletti, 2019). D'autres critiques pointent du doigt le fait que la divulgation de RNGAAP permette d'embellir l'image d'une entreprise tout en dissimulant ses mauvais résultats financiers audités (McKenna, 2018 ; Salzman, 2019). En France, les réactions sont similaires, la presse fustigeant « *la créativité comptable* » ou « *la confusion entretenue par les entreprises* » liées à la divulgation de RNGAAP par les entreprises (Landrot, 2018 ; Chaignaux, 2018). L'Agence Économique et Financière (AGEFI) parle quant à elle « *d'obsession des entreprises européennes pour les bénéfices ajustés* » (Landrot, 2018).

Plus récemment, la divulgation de RNGAAP a trouvé un nouvel écho à la lumière de l'actualité. L'épidémie de Coronavirus, survenue au cours du premier trimestre de l'année 2020, a conduit à l'émergence de nouvelles pratiques de communication en matière de RNGAAP. Avec un

recul du Produit Intérieur Brut de la zone Euro de l'ordre de 7,5 % pour la seule année 2020, les prévisions du Fonds Monétaire International font craindre des conséquences sans précédent pour la santé financière des entreprises (Bouissou, 2020). Soucieuses de préserver la confiance de leurs partenaires face aux conséquences financières de cette crise, certaines entreprises se sont ainsi mises à communiquer un nouveau type de RNGAAP : un EBITDA ajusté des conséquences financières attribuées au Covid-19 (ou EBITDAC). D'ores et déjà, des voix s'élèvent pour dénoncer une stratégie visant à embellir les résultats financiers. En effet, les conséquences liées au virus apparaissent difficilement quantifiables tant elles impactent l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. Ainsi, cette actualité nous rappelle que le débat entourant la divulgation de RNGAAP est encore loin d'être terminé.

1.3. Enjeux réglementaires et normatifs

Veillant au bon fonctionnement des marchés de capitaux, les autorités de régulation sont parmi les premières concernées par la divulgation de RNGAAP. Tout en reconnaissant la potentielle utilité des RNGAAP pour la prise de décision des investisseurs, celles-ci pointent du doigt le manque de transparence derrière la communication de ces indicateurs (IOSCO, 2002 ; AMF, 2005 ; AMF, 2010 ; IOSCO, 2014). Sont notamment mis en cause l'opacité qui entoure la définition des indicateurs divulgués ainsi que les retraitements effectués par les dirigeants pour leur calcul. En 2003, le régulateur américain, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) met en place la « Regulation G. » (ou Reg. G.), premier règlement encadrant formellement la divulgation de RNGAAP. Les entreprises concernées par ce règlement ne doivent pas présenter de RNGAAP « *susceptibles d'induire en erreur les utilisateurs en émettant une fausse information ou en omettant une information essentielle à leur bonne compréhension* ». Plus spécifiquement, la Reg. G fixe certaines obligations pour leur présentation, afin d'en améliorer la transparence et la comparabilité.

L'intervention de la SEC a largement contribué à la diffusion d'une réglementation outre-Atlantique. En 2005, le *Committee of European Securities Regulators* (CESR), un groupement composé des autorités de régulation des pays européens, publie des recommandations visant à fournir aux entreprises des bonnes pratiques relatives à la divulgation de RNGAAP. Finalement, le 5 Octobre 2015, l'*European Securities Markets Authority* (ESMA), autorité administrative remplaçant le CESR, publie des « *Orientations relatives aux Indicateurs Alternatifs de Performance* ». S'inspirant largement de la Reg. G., les orientations de l'ESMA s'appliquent à l'ensemble des RNGAAP communiqués en Europe à compter du 1^{er} Juillet 2016.

Les instances en charge de l'élaboration des normes comptables, considèrent également la prolifération de RNGAAP en marge de l'information règlementée avec un certain scepticisme. Tout d'abord, ces dernières sont inquiètes de voir les investisseurs se détourner de l'information règlementée. Plus spécifiquement, elles voient la divulgation de RNGAAP comme une menace potentielle à la fiabilité de l'information règlementée dont elles ont la charge. Contrairement au résultat préparé selon les normes comptables internationales (résultat net IFRS), les RNGAAP ne font l'objet ni de modalités de calcul, ni d'un audit externe. À l'occasion de la conférence annuelle de l'Association Européenne de Comptabilité, le président de l'IASB exprime son inquiétude face au nombre croissant d'entreprises divulguant des RNGAAP dont le montant excède largement celui du résultat net IFRS. Et celui-ci de s'interroger sur le bien-fondé des retraitements effectués par les dirigeants lorsqu'ils calculent ces indicateurs : « *A chaque fois qu'une entreprise parle de résultat « sous-jacent », je suis toujours curieux de savoir ce qu'il y a au-dessus !* ». Pour Gary Kabureck, membre de l'IASB, les RNGAAP sont souvent utilisés par les dirigeants afin de faire ignorer l'existence de certaines charges enregistrées selon le référentiel international⁸.

Un autre aspect controversé des RNGAAP a trait à leur manque supposé de comparabilité. Car pour le normalisateur international, celle-ci revêt une importance majeure, dans la mesure où elle est un corolaire contribuant à l'utilité de l'information financière (IASB, 2018, §20). Les RNGAAP ne faisant pas l'objet de normes comptables spécifiques, leur communication est susceptible de compliquer la comparaison des résultats d'une entreprise dans l'espace et / ou dans le temps (EFRAG, 2017). On voit donc que l'essor des RNGAAP s'est accompagné d'un processus d'encadrement et de normalisation dont le but est de contenir du mieux que possible les pratiques susceptibles d'induire en erreur les investisseurs.

1.4. La divulgation de RNGAAP : entre réduction et exploitation de l'asymétrie d'information

La communication volontaire d'information a été étudiée à travers différents prismes théoriques (Clarkson et al., 2008 ; Merkl-Davies et Brennan, 2017). Toutefois, les théories d'inspiration économique, notamment les théories du signal et de l'agence, fournissent un cadre particulièrement adapté permettant d'expliquer la divulgation de RNGAAP.

⁸ Gary Kabureck (2017). *Accounting for non-GAAP earnings measures*. <https://www.ifrs.org/news-and-events/2017/03/accounting-for-non-gaap-earnings-measures/>

Au sein de l'entreprise, la séparation des fonctions entre dirigeants et investisseurs (i.e. actionnaires actuels et potentiels) se traduit par un partage inégal de l'information (Berle et Means, 1932). Du fait de leur position, les premiers ont connaissance d'informations privées relatives à l'entreprise et à ses perspectives futures (ex : évolution du carnet de commande, projets d'investissement, rentabilité, etc.). A contrario, les seconds doivent prendre des décisions d'investissement sans nécessairement être en mesure de distinguer les « bonnes » des « mauvaises » entreprises. Cette asymétrie d'information est susceptible de conduire les investisseurs à allouer leurs ressources de façon inefficace (Akerlof, 1970 ; Healy et Palepu, 2001). Cette situation est également source de conflits d'intérêts (Jensen et Meckling, 1976). Alors que les investisseurs souhaitent maximiser la valeur de leur investissement (i.e. valeur des actions de l'entreprise), les dirigeants sont davantage soucieux de tirer des avantages liés à leur position au sein de l'entreprise (ex : maximisation de la rémunération, avantages en nature, etc.). Ces conflits d'intérêts peuvent inciter les responsables managériaux à adopter des choix comptables contraires aux intérêts des apporteurs de capitaux (Jensen et Meckling, 1976 ; Watts et Zimmerman, 1978 ; Holthausen, 1990 ; Graham et al., 2005).

La divulgation de RNGAAP apparaît donc comme une réponse à la problématique liée à l'information au sein de l'entreprise. En fournissant une mesure retraitée des éléments transitoires ayant affecté l'entreprise, les RNGAAP permettent ainsi de dévoiler les informations privées détenues par les dirigeants et de faciliter la prise de décision des investisseurs (Bradshaw et Sloan, 2002 ; Bhattacharya et al., 2003 ; Marques, 2006 ; Aubert, 2010 ; Guillamon-Saorin et al., 2017). En effet, le résultat comptable « normalisé » est mesuré selon un ensemble de conventions (règles et / ou principes comptables) ne permettant pas nécessairement de traduire correctement la réalité économique des entreprises (Healy et Palepu, 1993). Par ailleurs, la divulgation volontaire de RNGAAP est susceptible de faciliter aux actionnaires, ou à leurs représentants au sein du conseil d'administration, l'évaluation de la gestion mise en œuvre par les dirigeants (Isidro et Marques, 2013 ; Black et al., 2018). Selon *l'International Accounting Standard Board (IASB)*, un des objectifs des états financiers est de rendre compte aux apporteurs de capitaux de l'efficacité avec laquelle les dirigeants de l'entreprise se sont acquittés de leurs responsabilités concernant l'utilisation des ressources dont ils ont la charge. Cependant, cette fonction « contractuelle » peut s'avérer insuffisante, les normes comptables ne prescrivant pas nécessairement la publication de toutes les informations utiles à cette fin.

Ceci étant dit, la communication de RNGAAP peut également permettre aux dirigeants

d'exploiter l'asymétrie existante avec les investisseurs de l'entreprise. Dans la mesure où les RINGAAP ne font pas l'objet de normes comptables spécifiques, les dirigeants disposent d'un espace discrétionnaire conséquent dans le choix des stratégies de divulgation à mettre en œuvre. Aussi, lorsque les conflits d'intérêts au sein de l'entreprise sont importants (ex : mauvais résultats financiers), la divulgation de RINGAAP peut servir aux dirigeants à altérer la perception des investisseurs sur la réalité économique de l'entreprise (Black et Christensen, 2009 ; Doyle et al., 2013 ; Kyung et al., 2019). Pour cela, ces responsables peuvent par exemple communiquer des informations erronées (ex : utilisation de retraitements récurrents) ou présenter l'information de manière à détourner l'attention des investisseurs. Dans ce cadre, les RINGAAP peuvent ainsi faire l'objet de stratégies de *gestion des impressions*, dont l'objet est de « sélectionner l'information à diffuser et la présenter d'une façon qui déforme la perception qu'ont les lecteurs des réalisations de l'entreprise » (Godfrey et al., 2003, p. 96). Si les marchés financiers ne parviennent pas à identifier les réelles intentions des dirigeants, une telle stratégie peut être un moyen pour ces derniers d'accroître leur utilité (ex : rémunération) et / ou d'éviter de potentielles sanctions de la part des actionnaires (ex : révocation) (Isidro et Marques, 2013 ; Guest et al., 2020).

2. Questions de recherche

Au cours des deux dernières décennies, la divulgation de RINGAAP a fait l'objet d'une littérature riche. Black et al. (2018) dénombrent ainsi plus de 80 articles publiés et plus d'une trentaine de *working papers* portant sur cette thématique de recherche depuis l'article de référence de Bradshaw et Sloan en 2002⁹. Par ailleurs, cette tendance semble suivre son cours, comme en témoignent les publications les plus récentes (ex: Bouwens, 2019 ; Christensen et al., 2019 ; Kyung et al., 2019 ; Henry et al., 2020). Pourtant, plusieurs aspects demeurent inexplorés nécessitant à notre sens la poursuite de ces travaux. Tout d'abord, il convient de décrire les stratégies de divulgation de RINGAAP adoptées en France dans une approche multidimensionnelle (2.1.). De plus, il nous semble important de mieux distinguer les logiques sous-jacentes de la prééminence accordée aux RINGAAP par les dirigeants, une dimension encore peu étudiée dans la littérature (2.2.). La figure 1 présente l'articulation de ces questions de recherche au sein de la thèse.

⁹ La plupart de ces articles (54 %) sont publiés dans des revues nord-américaines (ex : *Review of Accounting Studies*, *The Accounting Review*, *Journal of Accounting of Economics*).

2.1. QR 1 : une description multidimensionnelle des stratégies de divulgation de RNGAAP

Malgré l'importance de la littérature relative à la divulgation de RNGAAP, la plupart des travaux existants peinent à rendre compte des stratégies adoptées par les entreprises de façon globale. Alors que certains travaux ont documenté la diversité des RNGAAP divulgués par les entreprises (Marques, 2006 ; Aubert, 2010 ; Isidro et Marques, 2015) ou l'utilisation d'indicateurs spécifiques (Baik et al., 2008 ; Cormier et al., 2017 ; Bouwens, 2019), d'autres se sont plutôt intéressés à l'utilisation des retraitements non-GAAP par les dirigeants (Nichols et al., 2005 ; Choi et al., 2007 ; Black et Christensen, 2009 ; Malone et al., 2016). Parallèlement, la présentation des RNGAAP a fait l'objet d'une attention beaucoup plus limitée. En d'autres termes, les études antérieures se sont principalement focalisées sur l'une ou l'autre de ces *dimensions* de façon distincte. Pourtant, la divulgation de RNGAAP s'inscrit dans une politique au sein de laquelle les dirigeants doivent décider simultanément : (i) de communiquer ou non des RNGAAP, (ii) des types et du nombre d'indicateur(s) à communiquer, (iii) des éléments de charges et / ou produits faisant l'objet de retraitements et (iv) des modalités de présentation de ces indicateurs.

Par conséquent, le premier objectif de la thèse est d'enrichir la littérature en étudiant ces dimensions de façon conjointe, afin de mieux comprendre la manière dont celles-ci s'articulent les unes avec les autres. Pour commencer, les spécificités liées aux différents types de RNGAAP mériteraient de faire l'objet d'une plus grande attention. En effet, la littérature se focalise presque exclusivement sur les RNGAAP dérivés du résultat net comptable (Black et al., 2018). Or, le choix d'indicateurs est lui-même susceptible d'impacter le calcul ou la présentation des RNGAAP. Par ailleurs, la présentation des RNGAAP au sein de la communication financière des entreprises a fait l'objet d'une littérature plus restreinte. Notamment, très peu de travaux permettent de rendre compte dans quelle mesure les dirigeants accordent une plus ou moins grande *proéminence* (ou emphase) aux RNGAAP. La proéminence est définie comme « *la mise en relief d'un élément donné par rapport à ce qui l'environne* » (Larousse). Rapportée au champ comptable et financier, celle-ci trouve tout son sens à travers le concept de *gestion des impressions*. Dans ce cadre, la proéminence regroupe l'ensemble des techniques visuelles et / ou discursives visant à mettre davantage en exergue l'information communiquée aux utilisateurs (Merkl-Davies et Brennan, 2007). Pourtant, malgré les inquiétudes relatives soulevées par la presse financière et les autorités de régulation, la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants demeure à ce jour peu étudiée dans la littérature. Il est donc nécessaire et utile de documenter plus globalement cette pratique afin de

la mettre en perspective avec les autres dimensions constitutives des stratégies de divulgation de RNGAAP.

A ce titre, bien que la France soit parmi les pays les plus concernés par la divulgation de RNGAAP (Isidro et Marques, 2015 ; Clinch et al., 2019), très peu de travaux se sont focalisés spécifiquement sur ce contexte (Aubert, 2010 ; Jeanjean et al., 2018). Pourtant, celui-ci présente des spécificités qui le rendent particulièrement pertinent pour l'analyse de la communication de RNGAAP. Tout d'abord, le rôle joué par la normalisation comptable est susceptible de contribuer à l'adoption de stratégies de divulgation spécifiques. En France, l'utilisation de soldes « retraités » en amont du résultat net est très fortement ancrée dans les pratiques des entreprises, où le Plan Comptable Général impose la présentation de soldes intermédiaires de gestion pour les comptes sociaux (ou individuels)¹⁰. Afin de faciliter l'application du référentiel IFRS, l'Autorité des Normes Comptable (ANC) propose aux entreprises l'utilisation du « *résultat opérationnel courant* », dont la divulgation est censée permettre « *de tenir compte du souhait des entreprises et des analystes de définir un niveau de performance opérationnelle pouvant servir à une approche prévisionnelle de la performance récurrente* » (ANC, 2014, §3.2). De plus, l'ANC a établi une liste des éléments de charges et / ou produits pouvant faire l'objet de retraitements, en précisant que ces éléments correspondent « *aux événements inhabituels, anormaux et peu fréquents* ». Cette approche restrictive et prédictive du résultat fait donc directement écho aux RNGAAP, dont la divulgation est justifiée par la nécessité de fournir aux utilisateurs une mesure de performance plus pertinente. Le cas du résultat opérationnel courant constitue donc une spécificité originale au contexte français. Il peut s'avérer intéressant de mettre en évidence l'existence de stratégies de divulgation spécifiques à ce type d'indicateur.

Par ailleurs, la France fait partie des pays directement concernés par la régulation européenne encadrant la communication de RNGAAP. En effet, la mise en place des « *orientations relatives aux IAP* » par l'ESMA en 2015 constitue un cadre unique en son genre en Europe. Cette intervention reflète l'ambition du régulateur européen de contribuer à l'amélioration de la transparence des RNGAAP à grande échelle. Pourtant, aucune étude ne permet à ce jour de rendre compte des conséquences de l'intervention de l'ESMA sur la façon de communiquer des entreprises (Marques, 2017). En plus de s'appliquer à l'ensemble des états de l'Espace Économique Européen, ces orientations ont été transposées au sein des règlements des autorités

¹⁰ Ces soldes permettent de désagréger le résultat net comptable en faisant apparaître plusieurs niveaux de performance (exploitation, financière, exceptionnelle).

nationales compétentes, où elles s'appliquent de façon obligatoire. En France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a ainsi intégré ces orientations à son règlement général en Décembre 2015 (AMF, 2015). Le contexte français constitue en ce sens un cadre d'étude pertinent pour documenter l'impact de ces recommandations sur la divulgation de RNGAAP. Compte tenu de ces arguments, la première question de recherche est la suivante :

QR 1 : Quelles sont les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français et l'impact de l'intervention de l'ESMA / AMF sur ces stratégies ?

2.2. QR 2 : les déterminants de la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants

Alors que la divulgation de RNGAAP répond à deux logiques ambivalentes (logique informative / logique opportuniste), les motivations incitant les dirigeants à présenter les RNGAAP avec prééminence (ou emphase) au sein de leur communication financière demeurent à ce jour encore floues. Par conséquent, le second objectif de la thèse est d'apporter une meilleure compréhension des facteurs expliquant la prééminence (ou emphase) accordée aux RNGAAP au sein de la communication financière des entreprises.

Plusieurs raisons nous conduisent à nous focaliser sur cette dimension de la divulgation de RNGAAP. Tout d'abord, malgré le cadre réglementaire existant encadrant cette pratique, la prééminence accordée aux RNGAAP ne cesse d'attirer l'attention de la presse financière. Depuis 2003, l'item 10 de la Reg. S-K impose aux entreprises américaines divulguant des RNGAAP de présenter ces indicateurs avec « *égale ou même prééminence que les résultats issus des états financiers* » (SEC, 2003). Depuis, le régulateur américain est intervenu à plusieurs reprises afin de faciliter l'application du principe de même prééminence. Par exemple, la publication des « *Compliance & Disclosure Interpretations on Non-GAAP Financial Measures* » a apporté des éclaircissements sur ce qui pouvait ou pas être considéré comme relevant de la prééminence. Pourtant, Chen et al. (2020) ont documenté une recrudescence du nombre d'entreprises accordant une place plus importante aux RNGAAP après 2003. Ainsi, Jo et Yang (2020) notent qu'une part considérable des « *comment letters* » adressées par la SEC aux entreprises ont trait au non-respect du principe de même prééminence. En 2018, la SEC a rappelé avec force l'importance pour les entreprises de ne pas présenter les RNGAAP avec plus d'importance que les résultats issus de l'information réglementée. La même année, l'agence

américaine a ainsi infligé une amende de 100 000 dollars à l'entreprise *ADT Inc.* pour avoir présenté un « *EBITDA ajusté des éléments exceptionnels* » de façon proéminente¹¹.

La proéminence est également sous le collimateur du régulateur européen depuis un certain nombre d'années. Dès 2005, le CESR fait état de pratiques de divulgation visant à mettre davantage en exergue les RNGAAP aux dépens de l'information réglementée. L'organisme de régulation recommande alors aux entreprises d'adopter une plus grande sobriété dans la façon de présenter ces indicateurs et de ne pas négliger les résultats issus de l'information réglementée (CESR, 2005). En France, l'AMF va dans le même sens et rappelle que « *quelle que soit la nature des indicateurs retenus, les indicateurs comptables ne peuvent pas totalement disparaître des communiqués au profit des indicateurs ajustés* » (AMF, 2010). Plus récemment, l'ESMA a intégré à ses orientations le principe de « même proéminence ». Selon ce principe, les RNGAAP « *ne doivent pas être présentés avec plus d'importance, d'emphase ou de proéminence que les indicateurs directement issus des états financiers* » (ESMA, 2015, §35).

D'un point de vue théorique, la récurrence du phénomène soulève des tensions, notamment en ce qui concerne les motivations incitant les dirigeants à adopter une telle pratique. D'un côté, la proéminence semble refléter une volonté de mettre en exergue les RNGAAP de façon à faciliter la prise de décision des investisseurs (Bowen et al., 2005 ; Henry et al., 2020). D'un autre côté, elle s'apparente à une stratégie de gestion des impressions visant à détourner l'attention des investisseurs des résultats issus de l'information réglementée lorsque ces derniers sont jugés peu satisfaisants (Marques, 2010 ; Cameron et al., 2012 ; Guillamon-Saorin et al., 2017 ; Henry et al., 2020). Toutefois, la littérature se heurte à la difficulté de distinguer quelle logique prédomine dans l'utilisation d'une telle stratégie (Bowen et al., 2005)¹². Si les études conduites plus récemment semblent plutôt pencher vers l'hypothèse d'une volonté de mieux informer les investisseurs (Chen et al., 2020 ; Henry et al., 2020), un certain nombre de facteurs nous conduisent néanmoins à tempérer les conclusions établies par ces travaux.

Tout d'abord, ces études portent principalement sur le contexte américain, où la SEC, le régulateur des marchés boursiers, exerce un contrôle accru sur les pratiques de divulgation consistant à mettre en avant les RNGAAP dans la communication financière. Au contraire, le cadre réglementaire existant en Europe demeure à ce jour bien moins restrictif, ne sanctionnant

¹¹ <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84956.pdf>

¹² Par exemple, Bowen et al. (2005) constatent que l'emphase des RNGAAP au sein des communiqués de presse traduit aussi bien une logique informative (i.e. faible pertinence du résultat GAAP) qu'une logique opportuniste (i.e. diminution du résultat GAAP).

que très peu de telles stratégies. Aussi, la discrétion dont jouissent les dirigeants est susceptible d'inciter à davantage de stratégies opportunistes visant à altérer la perception des investisseurs (Guillamon-Saorin et al., 2017). De plus, la méthodologie employée par les travaux antérieurs est susceptible de limiter la portée des résultats obtenus. Ainsi, Chen et al. (2020) n'ont considéré qu'une seule mesure de proéminence, faisant ainsi abstraction de l'utilisation d'autres techniques de gestion des impressions plus « agressives » (ex : inclusion de RNGAAP dans le titre du communiqué de presse).

Par ailleurs, l'étude conduite par Henry et al. (2020) s'intéresse à l'impact de la proéminence accordée aux RNGAAP sur un public constitué exclusivement d'investisseurs sophistiqués (i.e. « *conference-calls* » tenues auprès d'analystes financiers). Leurs résultats suggèrent que les dirigeants mettent en avant les RNGAAP (par rapport au résultat GAAP) principalement dans une volonté de réduire l'asymétrie d'information. Au contraire, la volonté de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise semble peu prégnante. Toutefois, leurs résultats peuvent être en partie attribuables à ce vecteur de communication spécifique. En effet, la présence d'investisseurs sophistiqués est susceptible de limiter l'opportunisme des dirigeants et d'inciter ces derniers à fournir une information plus pertinente (Jennings et Marques, 2011). Au contraire, les investisseurs individuels peuvent être plus facilement induits en erreur par la divulgation de RNGAAP et la mise en avant de ces indicateurs au sein des communiqués de presse (Elliot 2006 ; Christensen et al., 2014). Afin de cerner plus globalement les motivations animant les dirigeants, il apparaît donc intéressant de poursuivre ces travaux à un public plus élargi.

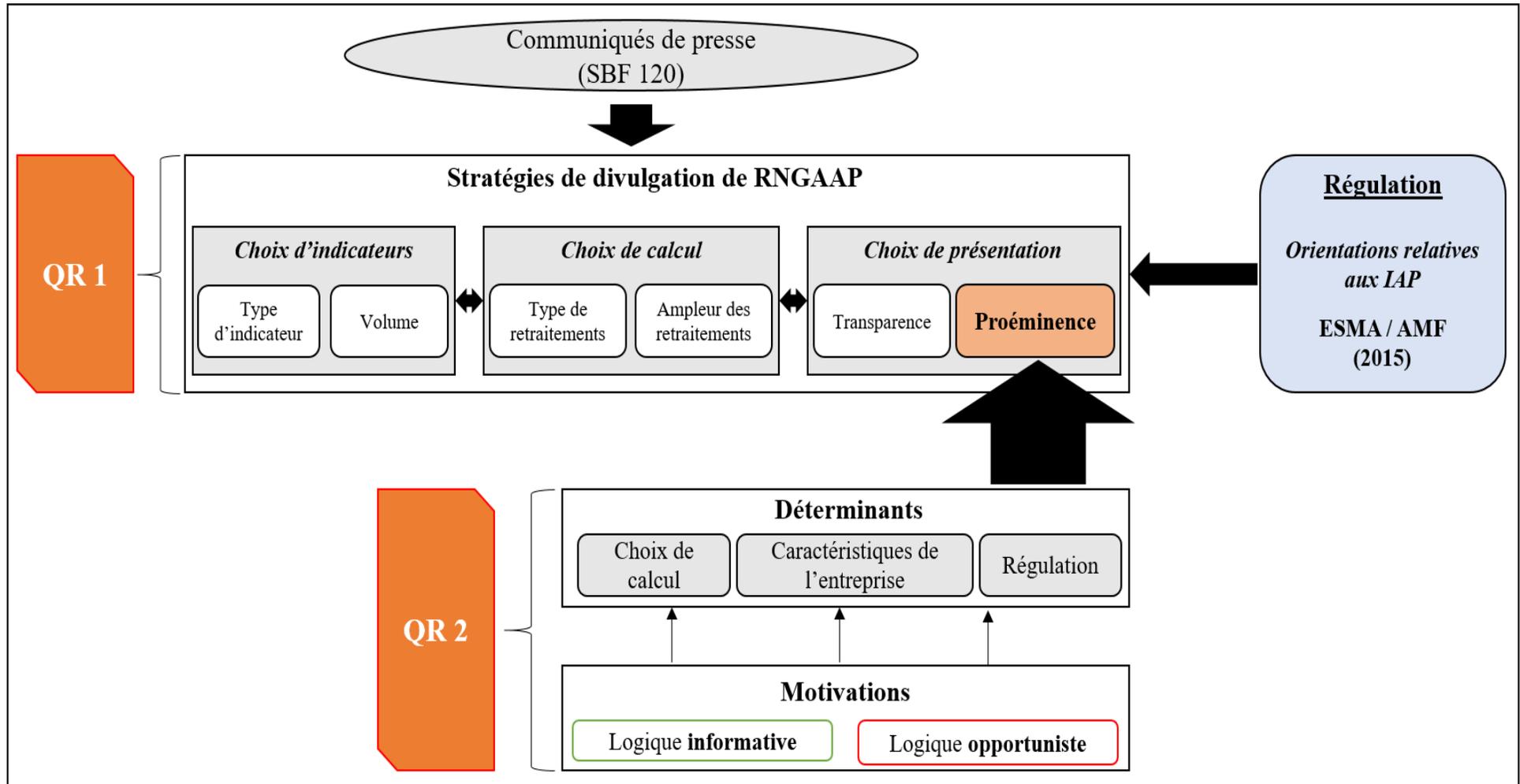
Enfin, les travaux académiques existants ne prennent que peu en considération le rôle potentiel joué par l'environnement financier ou la nature de l'actionnariat sur la façon de présenter les RNGAAP. Pour commencer, les analystes financiers constituent des intermédiaires incontournables dans le fonctionnement des marchés de capitaux (Healy et Palepu, 2001 ; Hirst et al., 2008). Ainsi, la littérature met en évidence l'influence de ces derniers sur la décision de divulguer des RNGAAP et la qualité des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants (Bentley et al., 2018 ; Christensen et al., 2020). Pourtant, le rôle des analystes financiers dans la proéminence accordée aux RNGAAP demeure flou et conduit à des résultats contradictoires au sein de la littérature (Bowen et al., 2005 ; Henry et al., 2020). Par ailleurs, très peu de travaux documentent l'influence de l'actionnariat institutionnel sur la divulgation de RNGAAP. Les travaux existants suggèrent que ces actionnaires sophistiqués permettent de discipliner les dirigeants, en limitant l'utilisation de stratégies opportunistes (Frankel et al., 2011 ; Jennings et

Marques, 2011). Toutefois, le rôle de l'actionnariat institutionnel sur la prééminence accordée apparaît beaucoup moins évident.

Compte tenu de ces arguments, il nous semble nécessaire d'identifier plus globalement les déterminants incitant les dirigeants à accorder davantage de prééminence aux RNGAAP. Ainsi, la deuxième question de recherche de cette thèse est la suivante :

QR 2 : Quels sont les facteurs expliquant la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants ?

Figure 1. Articulation des questions de recherche de la thèse



3. Démarche générale de la thèse et principaux résultats

Ce travail doctoral s'inscrit dans un paradigme positiviste de la compatibilité (Watts et Zimmerman, 1978 ; Jeanjean, 1999 ; Casta, 2009). Les études conduites dans une approche positiviste visent à expliquer « *pourquoi la comptabilité est ce qu'elle est, pourquoi les comptables font ce qu'ils font, et quels effets ces phénomènes ont sur les gens et sur l'allocation des ressources* » (Jensen 1976, p. 13). Plus spécifiquement, la thèse prend appui sur deux cadres d'analyse distincts mais complémentaires : la théorie du signal (Akerlof, 1970 ; Spence, 1973 ; Connelly et al., 2011) et la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Eisenhardt, 1989).

La démarche adoptée dans cette thèse est hypothético-déductive. Celle-ci consiste à émettre des hypothèses à partir de la littérature existante et en référence à un cadre théorique défini. L'échantillon d'étude est composé de 569 RNGAAP communiqués par les entreprises du SBF 120 sur la période 2011-2017. Cet échantillon a été collecté manuellement à partir des communiqués de presse publiés par les entreprises en amont du rapport annuel. Dans un premier temps, nous avons décrit les stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées en France. Ces dernières ont été mesurées à travers trois dimensions : (i) les choix d'indicateurs, (ii) les choix de calcul et (iii) les choix de présentation. Nous avons également pris en considération l'impact des orientations de l'ESMA / AMF mises en place en 2015 sur ces stratégies. Dans un second temps, nous avons identifié les facteurs expliquant la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants. Conformément au cadre théorique mobilisé dans cette thèse, plusieurs déterminants ont été considérés : l'utilisation des retraitements non-GAAP (H_1 - H_2), l'atteinte de résultats « cibles » (H_3), la pertinence du résultat GAAP (H_4), la complexité interne de l'entreprise (H_5), l'actionnariat institutionnel (H_6) et la couverture des analystes financiers (H_7).

S'agissant de la première question de recherche, les résultats montrent que les dirigeants communiquent fréquemment des RNGAAP tout en adoptant des choix réguliers dans le temps. À ce titre, les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel sont particulièrement privilégiés par les entreprises, notamment *via* la communication du « résultat opérationnel courant ». Ces résultats soulignent l'influence des pratiques comptables nationales et le rôle joué par le normalisateur français (ANC) sur la divulgation de RNGAAP. Par ailleurs, les dirigeants exercent une discrétion considérable dans les choix de calcul des RNGAAP. Ainsi, l'ampleur des éléments exclus du calcul des RNGAAP est considérable, la plupart de ces retraitements correspondant à des éléments récurrents et / ou exclus très régulièrement d'une période à l'autre. Cela témoigne du flou existant relatif au concept de « non-réurrence ». Enfin, les RNGAAP

sont peu transparents et présentés avec davantage de proéminence que les résultats issus de l'information règlementée. L'intervention du régulateur européen a permis de réduire la discrétion exercée par les dirigeants lors du calcul des RNGAAP et par une amélioration significative de la transparence de communication des RNGAAP. En revanche, la régulation n'a pas eu les effets escomptés en ce qui concerne la proéminence accordée aux RNGAAP.

S'agissant de la deuxième question de recherche, les résultats révèlent que la proéminence accordée aux RNGAAP reflète des motivations ambivalentes. Dans l'ensemble, les dirigeants ont tendance à présenter ces indicateurs plus tôt afin de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise (logique opportuniste). Plus spécifiquement, ce choix semble être motivé par la volonté de mettre en exergue ces indicateurs dans le cas où ces derniers excèdent la prévision des analystes financiers et / ou le résultat de la période précédente. Au contraire, ces derniers ont tendance à citer plus fréquemment les RNGAAP afin de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs (logique informative). Ainsi, lorsque le résultat GAAP est peu pertinent et lorsque la complexité de l'entreprise est importante, les dirigeants ont tendance à communiquer plus fréquemment des informations relatives aux RNGAAP. Nos résultats mettent également en lumière le rôle dual joué par les investisseurs institutionnels : ces derniers permettent de discipliner l'opportunisme des dirigeants dans la façon de présenter les RNGAAP tout en réduisant les besoins informationnels existants au sein de l'entreprise et la nécessité pour les dirigeants d'accorder plus de proéminence aux RNGAAP.

4. Intérêts de la recherche

Ce travail doctoral soulève différents enjeux. Sur le plan théorique, cette recherche contribue tout d'abord aux travaux relatifs aux stratégies de divulgation de RNGAAP. En effet, bien que cette pratique soit assez largement documentée, la plupart des recherches existantes se restreignent à un seul aspect étudié isolément. En ce sens, cette thèse permet d'apporter un éclairage complémentaire en mettant en évidence l'articulation des dimensions des stratégies de divulgation les unes avec les autres. D'autre part, ce travail doctoral s'intéresse à la divulgation de RNGAAP dans le contexte français, un cadre d'étude relativement peu investigué à ce jour. Les résultats soulignent le rôle important joué par la normalisation comptable sur les choix de communication adoptés, notamment relatifs à l'utilisation du « *résultat opérationnel courant* ». D'autre part, ce travail est le premier à notre connaissance à étudier l'impact des recommandations de l'ESMA sur la divulgation de RNGAAP.

Sur le plan méthodologique, ce travail doctoral se distingue par la diversité des approches retenues pour la mesure des dimensions de la divulgation de RINGAAP. Ainsi, notre mesure de la régularité de divulgation permet d'apporter un éclairage différent sur la nature supposée (récurrente versus non-récurrente) des éléments exclus du calcul des RINGAAP. Plutôt que de considérer la nature de ces retraitements *a priori*, cette approche permet d'observer dans la pratique quels sont ceux qui sont utilisés le plus régulièrement d'une période à l'autre. Par ailleurs, la combinaison de plusieurs mesures de prééminence apporte une plus grande richesse d'analyse en comparaison avec les travaux antérieurs et permet de nuancer les logiques que reflètent une telle pratique (Bowen et al., 2005 ; Chen et al., 2020 ; Henry et al., 2020).

Enfin, cette thèse présente des implications pratiques particulièrement à même d'intéresser les autorités de régulation des marchés financiers. La mise en place en 2015 de recommandations à l'échelle européenne constitue une avancée majeure dans l'encadrement de la communication de RINGAAP. Pourtant, la question de l'efficacité de ces recommandations demeure relativement floue compte tenu du peu de travaux académiques en la matière. Notre recherche permet ainsi d'apporter des réponses quant aux conséquences de cette régulation et d'identifier quelles stratégies en particulier ont été les plus (moins) impactées par l'intervention de l'ESMA / AMF. Cette thèse est également susceptible d'intéresser les instances de normalisation comptable. Depuis 2017, l'IASB a engagé une réflexion visant à revoir en profondeur la structure du compte de résultat. Dans ce cadre, le normalisateur international se penche sur la possibilité d'intégrer au sein du compte de résultats un résultat « opérationnel », ainsi que des mesures de performance managériales retraitées des éléments transitoires. La question de la nature des retraitements non-GAAP effectués par les dirigeants, développée au sein de cette thèse, peut ainsi servir de grille d'analyse à la conduite de ces travaux.

5. Plan de la thèse

Cette thèse est composée de cinq chapitres.

Le **premier chapitre** vise à exposer le contexte de la recherche et à définir les concepts clés mobilisés dans notre travail. En effet, l'opacité qui entoure les RINGAAP nous amène à apporter une définition plus précise de ces indicateurs (i.e. terminologie, fondements, attributs) afin d'en cerner correctement les contours. Par ailleurs, au regard de l'intérêt porté aux RINGAAP par différentes parties prenantes de l'entreprise, il apparaît nécessaire de présenter le cadre

institutionnel relatif à la divulgation de RNGAAP ainsi que les enjeux soulevés par cette pratique du point de vue des autorités de régulation et des instances de normalisation comptable.

Le **deuxième chapitre** présente la revue de la littérature et les hypothèses de recherche. Celui-ci met tout d'abord en évidence la grande diversité des stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées par les dirigeants. Dans un second temps, la mobilisation des théories du signal et de l'agence nous permet de mettre en exergue les tensions existantes entre deux logiques de divulgation associées aux RNGAAP : une logique informative et une logique opportuniste. A l'issue de cette revue de littérature, les hypothèses de recherche sont développées.

Le **troisième chapitre** expose la démarche méthodologique adoptée dans cette thèse nous permettant de tester les hypothèses de recherche. Cette démarche est constituée de trois étapes. La première étape consiste à expliquer dans le détail la démarche de collecte de données des RNGAAP à partir des communiqués de presse de résultats annuels. La deuxième étape consiste à présenter les modèles économétriques utilisés pour tester nos hypothèses. Sont ainsi justifiées et présentées les variables explicatives utilisées pour tester les hypothèses de recherche. Enfin, la troisième étape nous permet de présenter la constitution et la description de l'échantillon d'étude sur lequel repose cette thèse.

Les **quatrièmes et cinquièmes chapitres** présentent les résultats nous permettant de répondre à nos deux questions de recherche. Nous présentons tout d'abord un état des lieux exhaustif des dimensions de la communication de RNGAAP adoptées dans le contexte français. Cette description nous permet de mettre en évidence les spécificités de la divulgation de ces indicateurs en France et de constater les conséquences de l'intervention des autorités de régulation survenue en 2015. Les résultats relatifs aux déterminants de la prééminence accordée aux RNGAAP sont présentés dans un second temps.

Chapitre 1. Présentation conceptuelle de l'objet de recherche

Introduction du chapitre 1

L'objectif de ce chapitre est de présenter notre objet de recherche et l'intérêt de celui-ci tant à la lumière des enjeux qu'il soulève pour les différents acteurs concernés que pour ce travail doctoral. Ce chapitre est constitué de deux sections distinctes.

Tout d'abord, bien que les RNGAAP fassent l'objet d'une attention accrue de la part d'une multitude d'acteurs de la sphère financière, ils constituent encore à ce jour une « nébuleuse » dont il est difficile d'appréhender les contours. L'absence de consensus quant à ce que l'on désigne par « résultats non-GAAP » nous amène à tenter d'apporter un éclairage sur la terminologie, les fondements et les attributs de ces indicateurs. Aussi, la première section aura pour objet de définir plus précisément notre objet de recherche. Cette démarche s'avère essentielle pour la compréhension des enjeux sous-jacents de ce phénomène (section 1).

Ensuite, la divulgation de RNGAAP s'inscrit dans un environnement réglementaire et institutionnel en évolution. Au cours des dernières décennies, les autorités de régulation des marchés financiers ont entrepris d'encadrer certaines modalités de communication de ces indicateurs afin d'en améliorer la transparence. Ainsi, la deuxième section aura pour objet de présenter le champ d'application et les restrictions apportées par cette réglementation. Enfin, nous exposerons les enjeux liés à la communication de RNGAAP du point de vue des instances de normalisation comptable et des autres parties prenantes de l'entreprise (section 2).

Section 1. Description de l'objet de recherche et des concepts clés

L'objectif de cette section est de définir les RNGAAP comme objet général de recherche. Cela ne constitue pas une tâche facile pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il s'agit d'un objet aux frontières floues : la reconnaissance et la qualification de ces résultats ne font pas consensus dans la communauté scientifique ni pour les autorités de régulation des marchés financiers. Par ailleurs, les RNGAAP présentent des caractéristiques diverses qui les distinguent du résultat comptable « normalisé ». Dans cette section, nous tenterons tout d'abord d'éclaircir les ambiguïtés qui entourent la définition des RNGAAP (1.). Dans un deuxième temps, nous présenterons les principales caractéristiques de ces résultats (2.).

1. Le RNGAAP : un concept aux frontières floues

Dans cette sous-section, nous présenterons les définitions et terminologies utilisées par la littérature (1.1.) et les autorités de régulation des marchés financiers (1.2.) pour qualifier les RNGAAP. Nous présenterons ensuite les bornes de la normalisation comptable actuelle afin de mieux comprendre en quoi les RNGAAP s'en distinguent (1.3.). Plus généralement, cette sous-section sera l'occasion de distinguer les RNGAAP de concepts relativement proches.

1.1. Définitions et terminologies issues de la littérature académique

La littérature définit les RNGAAP de façon relativement large. Ces derniers sont définis comme des « *indicateurs financiers de la performance de l'entreprise qui ne sont pas préparés selon les règles et/ou principes comptables généralement admis* » (Bradshaw et Sloan, 2002, p. 42)¹³. D'abord qualifiés de résultats *pro forma* par certains travaux (Bradshaw et Sloan, 2002 ; Doyle et al., 2003 ; Bhattacharya et al., 2004 ; Bowen et al., 2005), le terme de résultats non-GAAP

¹³ Traduction : « *Financial indicators of the firm's performance that are not prepared in accordance with Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* ».

s'est ensuite peu à peu imposé au sein de la littérature académique (Marques, 2010 ; Guillamon-Saorin et al., 2017 ; Bentley et al., 2018)^{14 15}.

De façon littérale, le qualificatif « GAAP » correspond aux règles (ou principes) généralement admises en comptabilité (en anglais « *Generally Accepted Accounting Principles* »). Ces règles et / ou principes font référence aux normes comptables précisant les modalités de calcul et de présentation des résultats comptables au titre de l'information règlementée¹⁶. Par opposition, les RNGAAP incluent donc tous les résultats dont le calcul et/ou la présentation ne tombe pas sous la coupe de telles normes. Bien que le qualificatif « non-GAAP » fasse directement référence aux normes comptables américaines (les US GAAP), il constitue aujourd'hui un terme générique permettant de qualifier les résultats autres que ceux précisément définis au sein d'un référentiel comptable en vigueur (ex : US GAAP, IFRS, FRS, etc.)¹⁷.

La littérature fait état d'une grande diversité dans la désignation utilisée par les entreprises pour qualifier les RNGAAP. Globalement, les indicateurs les plus fréquemment communiqués sont le « *résultat net ajusté* », le « *résultat net ajusté des activités poursuivies* » ou le « *résultat sous-jacent* » (Marques, 2006 ; Marques, 2010 ; Cameron et al., 2012 ; Isidro et Marques, 2015). D'autres types d'indicateurs, tels que l'« *EBITDA ajusté* » ou le « *résultat opérationnel ajusté* » sont également très fréquemment communiqués par les entreprises (Hitz, 2010 ; Isidro et Marques, 2015 ; Guillamon-Saorin et al., 2017).

Les RNGAAP doivent être distingués des *street earnings*. Bien que ces derniers correspondent également à des résultats préparés en dehors de tout référentiel comptable en vigueur, les *street earnings* sont communiqués par les services d'analystes financiers (ou « *brokers* ») tels que Factset ou IBES. Un certain nombre de travaux utilise les *street earnings* comme « *proxy* » des RNGAAP effectivement communiqués par les entreprises (ex: Doyle et al., 2003 ; Kolev et al., 2008 ; Doyle et al., 2013). Afin d'éviter toute ambiguïté, nous qualifierons de RNGAAP les résultats divulgués par les dirigeants et de *street earnings* les résultats divulgués par les services d'analystes financiers.

¹⁴ Le terme *pro forma*, issu du latin, peut se traduire en français comme « selon la forme » (Larousse).

¹⁵ Le qualificatif de *pro forma* présente certaines ambiguïtés, celui-ci faisant référence aux règles comptables s'appliquant de façon rétroactive pour les entreprises et liée à l'information règlementée.

¹⁶ De façon plus globale, les normes comptables disposent également des règles liées à l'enregistrement des transactions économiques de l'entreprise avec les tiers et/ou les associés.

¹⁷ Certains auteurs parlent ainsi de résultats « non-IFRS », pour faire référence aux résultats autres que ceux définis par les normes comptables internationales (CFA, 2015 ; Malone et al., 2016).

1.2. Définitions et terminologies issues des autorités de régulation

Les RNGAAP ont également été définis par les autorités de régulation des marchés financiers¹⁸. Aux États-Unis, la *Security and Exchange Commission* (SEC) est la première à proposer une définition de ce qu'elle qualifie de « *Non-GAAP Financial Measures* ». En Europe, le *Committee of European Securities Regulators* (CESR) et son successeur, l'*European Securities Markets Authority* (ESMA) qualifient quant à eux les RNGAAP d'« Indicateurs Alternatifs de Performance » (ou IAP). Enfin, l'*International Organization of Securities Committee Regulators* (IOSCO), qui regroupe les régulateurs de diverses juridictions nationales a également proposé sa propre définition. Dans l'ensemble, ces différentes définitions se recourent (tableau 1).

Tableau 1. Définition des principales autorités de régulation

Autorité	Juridiction	Année	Définition
SEC	U.S.A	2003	Indicateur financier, historique ou futur, de la performance, de la situation financière ou des flux de trésorerie qui exclut des éléments présents dans un indicateur préparé selon le référentiel comptable en vigueur.
CESR	Europe	2005	Toute autre mesure autre que celles préparées selon le référentiel comptable en vigueur.
ESMA	Europe	2015	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.
AMF	France	2016	
IOSCO	International	2016	Indicateur financier, historique ou futur, de la performance, de la situation financière ou des flux de trésorerie autre qu'un indicateur GAAP.

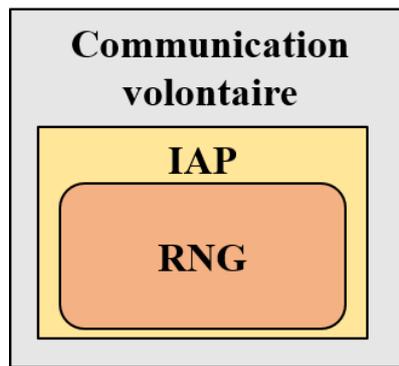
Cette thèse ayant pour objet l'étude des stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français, nous retiendrons la définition de l'ESMA, qui a été transposée en France par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Cette définition est la suivante :

« On entend par IAP 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 » (ESMA, 2015, §17).

¹⁸ Les autorités de régulation des marchés financiers sont des autorités administratives indépendantes ayant pour principales missions la protection de l'épargne publique et le contrôle de la communication financière des entreprises.

Trois caractéristiques ressortent de cette définition. Pour commencer, le qualificatif d'« indicateur » utilisé par le régulateur européen est bien plus global que celui de seul « résultat ». Les IAP constituent ainsi une vision élargie des RNGAAP, ces derniers regroupant les indicateurs issus du compte de résultat (indicateurs liés à la performance), du bilan (indicateurs liés à la situation financière) et du tableau de flux de trésorerie (indicateurs liés aux flux de trésorerie). Par ailleurs, les IAP recouvrent un horizon temporel particulièrement large, incluant aussi bien les indicateurs historiques (portant sur l'exercice écoulé) que futurs (prévisions des dirigeants sur les périodes à venir). Enfin, à l'instar de la littérature académique, la définition des IAP est « exclusive ». En d'autres termes, elle ne désigne pas ce qu'est un IAP mais plutôt ce qui n'en est pas un. Le régulateur européen fournit toutefois des exemples d'IAP tels que le « résultat d'exploitation », « EBITDA », « dette nette » ou la « croissance organique ». (ESMA, 2015, §18). Ainsi, comme le montre la figure 2, les RNGAAP ne représentent qu'une partie seulement des IAP divulgués par les entreprises.

Figure 2. RNGAAP et IAP



Dans cette thèse, nous apporterons quelques restrictions à la définition de l'ESMA. Tout d'abord, nous nous intéresserons aux seuls indicateurs de « résultat » et ne considérerons pas les autres mesures alternatives de performance (situation financière et cash-flows) comme des RGAAP¹⁹. Ce choix repose sur le fait que la littérature montre que les résultats constituent les principaux *inputs* servant à l'évaluation et à la prédiction de la performance de l'entreprise (Nichols et Wahlen, 2004 ; Graham et al., 2005). Au contraire, la divulgation d'indicateurs de bilan ou de flux de trésorerie ne répond pas nécessairement aux mêmes attentes et ne reflète donc pas les mêmes motivations²⁰. Par ailleurs, seuls les RGAAP reflétant une mesure historique des résultats seront étudiés. En effet, la communication de prévisions de résultats par

¹⁹ Les termes « résultats » et « indicateurs » seront utilisés de façon indifférenciée pour qualifier l'ensemble des RGAAP.

²⁰ Par exemple, les indicateurs issus du bilan servent avant tout aux créanciers pour la mesure de la liquidité / solvabilité de l'entreprise.

les dirigeants fait l'objet de stratégies spécifiques que nous ne traiterons pas dans le cadre de cette thèse (Hirst et al., 2008).

1.3. Contours de la normalisation comptable en France : résultat GAAP et sous-totaux

Dans la mesure où les RNGAAP sont définis par opposition aux « référentiels comptables en vigueur » (cf. : 1.1. et 1.2.), il convient d'apporter quelques précisions quant aux contours de la normalisation comptable existante en France et ce qu'il convient de qualifier de résultats conformes (ou « GAAP »).

Depuis 2005, les entreprises françaises dont les titres sont admis en négociation sur un marché réglementé et / ou dépassant certains seuils ont l'obligation de présenter leurs états financiers consolidés selon le référentiel IFRS²¹. Cette obligation fait suite à l'adoption par la Commission Européenne en 2002 des normes internationales d'information financière (IAS / IFRS)²². Les dispositions relatives à la présentation des états financiers sont prescrites par *l'International Accounting Standard 1* (IASB, 2014). Celle-ci impose la présentation d'un compte de résultat et précise les modalités de calcul du résultat net comptable (résultat GAAP). Le paragraphe 88 énonce simplement que : « *L'entité doit comptabiliser tous les éléments de produits et de charges d'une période en résultat net, sauf si une IFRS impose ou autorise un autre traitement* » (IASB, 2014, §88). En outre, le compte de résultat doit obligatoirement comporter les rubriques suivantes (IASB, 2014, §82) :

- *Les produits des activités ordinaires*
- *Les profits ou pertes résultant de la décomptabilisation d'actifs financiers*
- *Les charges financières*
- *La quote-part dans le résultat net des entreprises associées et des coentreprises comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence*
- *Les profits ou pertes sur actifs financiers résultant d'un écart entre sa valeur comptable et sa juste valeur à la date de reclassement*
- *La charge d'impôt sur le résultat*
- *Total des activités abandonnées*

²¹ Les règles comptables s'appliquant aux comptes individuels (ou sociaux) sont prescrites par le Plan Comptable Général (PCG) du Code de Commerce. Toutefois, la divulgation de RNGAAP prenant part exclusivement au niveau du groupe et des comptes consolidés, nous laisserons de côté dans cette thèse les dispositions prévues par le PCG.

²² Règlement CE n° 1606/2002 du 19 juillet 2002.

Enfin, la norme IAS 1 autorise l'inclusion au sein du compte de résultat de sous-totaux lorsque cela s'avère nécessaire. Ces derniers correspondent à la décomposition du résultat net en plusieurs niveaux (ex : marge brute, résultat opérationnel, résultat financier, etc.). La norme précise que : « *L'entité doit présenter des postes, rubriques et sous-totaux supplémentaires dans le ou les états du résultat net [...] lorsqu'une telle présentation est pertinente pour aider à comprendre la performance financière de l'entité* » (IASB, 2014, §85).

Le référentiel IFRS apparaît donc comme relativement peu contraignant en ce qui concerne la présentation et la définition du résultat comptable. À l'exception du résultat net, la norme IAS 1 n'impose la présentation ou le calcul d'aucun autre résultat²³. Les sous-totaux du compte de résultat se trouvent quant à eux dans une zone grise : bien que la norme IAS 1 y fasse explicitement référence, leurs modalités de calcul ne sont pas normalisées comme c'est le cas pour le résultat net. Dans cette thèse, nous distinguerons donc les résultats normalisés à proprement parler (résultats GAAP) des sous-totaux issus du compte de résultat (sous-totaux IFRS). Toutefois, dans la mesure où les sous-totaux sont divulgués au sein des états financiers audités (information règlementée), nous ne les considérerons pas comme des RNGAAP.

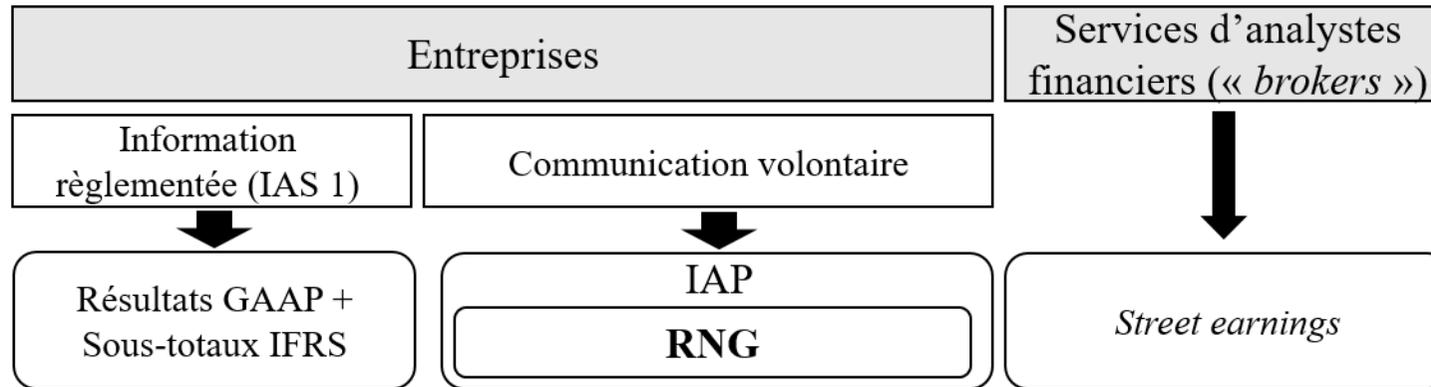
Résumé de la sous-section 1

Les RNGAAP regroupent un ensemble d'indicateurs financiers dont les frontières sont floues. La terminologie utilisée pour qualifier ces résultats est hétérogène et diverse, comme le documente la littérature. L'analyse des contours de la normalisation en référentiel IFRS met en évidence le peu de contraintes pesant sur les entreprises en matière de définition du résultat GAAP, laissant la place à une grande diversité de RNGAAP. Ainsi, les RNGAAP doivent être distingués de concepts proches mais pourtant distincts (figure 3). Dans cette thèse, nous retiendrons la définition proposée par l'ESMA et l'AMF à laquelle nous apportons quelques restrictions :

« Les RNGAAP correspondent aux indicateurs historiques de résultat autres que ceux définis ou précisés par l'IAS 1 et communiqués en dehors des états financiers »

²³ A contrario, les normes françaises issues du Plan Comptable Général, imposent la décomposition du résultat net en plusieurs soldes intermédiaires de gestion dont le calcul est précisément défini.

Figure 3. Les frontières des RNGAAP



2. Les caractéristiques attribuées aux RNGAAP

Dans cette sous-section, nous présenterons les principales caractéristiques des RNGAAP. Tout d'abord, la communication de RNGAAP relève de la communication volontaire des entreprises (2.1.). Par ailleurs, les RNGAAP sont des indicateurs « ajustés » et sont censés représenter une mesure « récurrente » des résultats de l'entreprise (2.2.). De ce fait, la communication de RNGAAP répond à une volonté de fournir une mesure plus « pertinente » de la performance financière à destination des investisseurs (2.3.).

2.1. Une communication de nature volontaire

La divulgation de RNGAAP relève d'une démarche volontaire de la part des entreprises. La communication volontaire des entreprises est large et porte sur des informations de nature différente : prévisions de résultats (Lev et Penman, 1990 ; Frankel et al., 1995 ; Ajinkya et al., 2005), informations sectorielles (Prodhon et Harris, 1989 ; Botosan et Harris, 2000), informations sociales et environnementales (Cho et al., 2010) ou contenu narratif (Merkl-Davies et Brennan, 2011 ; Nègre et Martinez, 2013 ; Aerts et Yan, 2017). Pour l'essentiel, ces travaux acceptent la nature volontaire de l'information comme communément admise tout en restant allusifs quant à ses caractéristiques (Pourtier, 2004).

De façon générale, on distingue la communication volontaire de l'information réglementée. Cette distinction permet de qualifier de volontaire toute information qui n'est pas prescrite par un texte, loi ou règlement (Depoers, 2000b). La nature volontaire de l'information comptable reflète ainsi l'espace discrétionnaire dont le dirigeant dispose au-delà des obligations prescrites par les normes comptables. Cet espace peut être plus ou moins important. Il peut tout d'abord s'agir de choix comptables résultant d'options permises par la normalisation comptable. C'est le cas par exemple du choix du format de présentation du compte de résultat (par nature ou par fonction) ou de la possibilité d'inclure des sous-totaux au sein du compte de résultat (cf. : 1.3.). Il peut également s'agir de la diffusion d'informations supplémentaires allant au-delà des obligations auxquelles sont soumises les entreprises. C'est le cas par exemple de la divulgation de prévisions de résultats par les dirigeants (Penman, 1980). C'est également le cas de la communication de RNGAAP.

Selon Pourtier (2004), trois dimensions de l'information sont susceptibles de lui conférer un caractère volontaire : (i) son contenu, (ii) sa séquence chronologique et (iii) son vecteur de communication. L'examen de ces trois dimensions nous permet de qualifier les RNGAAP comme relevant de la communication volontaire des entreprises.

(i) Le *contenu* de l'information lié aux RNGAAP est libre de toute contrainte pour les dirigeants. Le choix de communiquer, comme les modalités de calcul des RNGAAP ne font l'objet d'aucune norme comptable en vigueur. Seule la forme de la communication doit respecter un certain nombre de principes, comme nous le verrons dans la section 2.

(ii) La *séquence chronologique* de diffusion des RNGAAP est elle aussi à la libre discrétion des dirigeants. Ainsi, le « timing » de communication fait partie intégrante des stratégies de diffusion des RNGAAP, les dirigeants ayant toute liberté pour avancer et / ou retarder le calendrier de communication de ces résultats (Brown et al., 2012).

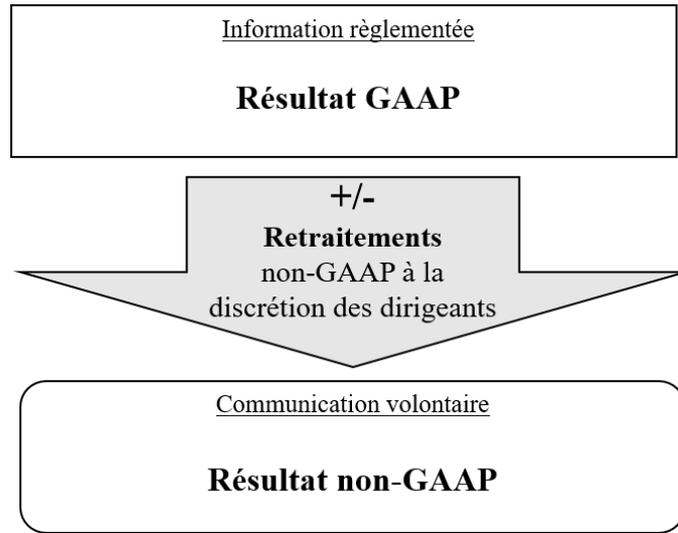
(iii) Enfin, les *vecteurs de communication* des RNGAAP sont divers et ne souffrent d'aucune contrainte. Différents supports de communication sont utilisés par les dirigeants. Les RNGAAP sont le plus souvent diffusés au sein des communiqués de résultats annuels ou trimestriels (Marques, 2010 ; Isidro et Marques, 2015) ou dans les parties narratives des rapports annuels (Cormier et al., 2017 ; Clinch et al., 2019). Les dirigeants peuvent également communiquer sur ces indicateurs à l'oral, à l'occasion des réunions (« *conference-calls* ») avec les analystes financiers (Christensen et al., 2011). Finalement, les réseaux sociaux deviennent des vecteurs de communication privilégiés pour divulguer des RNGAAP, comme l'attestent les récentes études de (Cade, 2018 ; Brown et al., 2019).

2.2. Une mesure ajustée et récurrente du résultat comptable

Les RNGAAP sont volontairement ajustés par les dirigeants. Ces ajustements, qualifiés de « retraitements non-GAAP », correspondent à des charges et / ou produits enregistrés par la comptabilité selon les règles et procédures prescrites par des normes comptables et considérés par les dirigeants comme représentant des éléments non récurrents et / ou exceptionnels²⁴. La figure 4 présente le passage du résultat GAAP au RNGAAP.

²⁴ Comme nous l'avons évoqué plus haut, les comptes individuels (ou sociaux) ne font pas l'objet des mêmes règles d'enregistrement que les comptes au niveau du groupe (ou consolidés). Les retraitements non-GAAP s'effectuent exclusivement au niveau des comptes consolidés.

Figure 4. Passage du résultat GAAP au RNGAAP



La mesure du résultat comptable reflète des conventions de représentation issues de cultures comptables différentes (Amblard, 2004). Les tenants d'une approche inclusive (« *all inclusive concept* ») défendent l'idée d'une mesure de performance incluant l'ensemble des opérations affectant l'entité. Par exemple, le référentiel IFRS, qui régit les règles de calcul et de présentation du résultat net comptable (GAAP) ne fait pas de distinction dans la nature des transactions enregistrées par l'entité, ces dernières devant toutes être incluses dans le calcul du résultat net. A contrario, l'approche restrictive (« *current operating concept* ») considère que seules les opérations « courantes » de l'entreprise doivent être prises en considération dans le calcul du résultat. Celui-ci permet ainsi de faciliter la prédiction de la performance future pour les utilisateurs.

Ainsi, les RNGAAP reflètent une approche restrictive du résultat comptable. En effet, l'activité d'une entreprise peut être marquée par la survenance d'événements particuliers sans rapport direct avec l'objet social de celle-ci. Aussi, lorsqu'ils calculent les RNGAAP, les dirigeants vont ajouter (soustraire) du résultat GAAP les charges et /ou produits considérés comme non-récurrents. Ainsi, les RNGAAP sont supposés représenter une mesure plus permanente (« *core earnings* ») du résultat comptable. Toutefois, le critère de non-réurrence n'est pas clair. En effet, la « récurrence » d'une opération est directement liée à la nature d'une activité considérée. Aussi, une opération récurrente pour une entreprise ne l'est pas nécessairement pour une autre. De plus, le référentiel IFRS ne fournit que très peu de précisions quant à cette question, celui-ci définissant « *d'événements inhabituels* » les éléments « *anormaux et peu fréquents* » (IASB, 2014, §56). En pratique donc, la nature des retraitements non-GAAP comme leur montant sont à la totale discrétion des dirigeants de l'entreprise.

2.3. Une mesure de nature financière à destination des investisseurs

Les RINGAAP constituent une mesure prédictive de la performance financière de l'entreprise²⁵. La littérature attribue généralement plusieurs fonctions (ou rôles) à l'information comptable (Casta, 2009) : une fonction de reddition des comptes (« *stewardship* ») et une fonction d'évaluation (« *decision usefulness* »). Bien que ces différentes fonctions puissent coexister, les objectifs assignés à la comptabilité reflètent avant tout les choix des instances de normalisation, eux-mêmes liés à la culture et conventions comptables propres à chaque pays (Amblard, 2004 ; Burlaud et Colasse, 2010). En France, où la comptabilité est fortement marquée par le droit, la fonction de reddition des comptes est prédominante : l'information comptable permet à l'administration fiscale de prélever l'impôt et aux parties prenantes d'évaluer la répartition de la valeur ajoutée.

Dans les pays anglo-saxons au contraire, la comptabilité est marquée par une culture financière forte. Dans son cadre conceptuel, l'IASB énonce que l'objectif principal des états financiers est de fournir une information utile et pertinente aux apporteurs de capitaux de l'entreprise²⁶. L'IASB considère qu'une information est pertinente « *si elle permet aux utilisateurs de prendre leurs décisions économiques, c'est-à-dire de prédire ou confirmer leurs évaluations* » (Cadre conceptuel de l'information financière)²⁷. En considérant que l'information comptable doit avant tout servir à des fins d'évaluation, le normalisateur choisit de s'adresser en particulier aux apporteurs de capitaux (Colasse, 2011). Les RINGAAP répondent à la même logique d'évaluation. En fournissant une mesure retraitée des éléments sans rapport avec l'activité « normale » de l'entreprise, les RINGAAP sont supposés constituer une mesure plus pertinente des résultats (Jerman et Sponem, 2018). Aussi, ces derniers sont communiqués prioritairement à destination des investisseurs de l'entreprise²⁸.

²⁵ Le concept de « performance » n'est pas facile à définir tant ses contours en sont multiples. De façon générale, on peut ainsi distinguer la performance « financière » d'une performance plus « globale » (Escaffre et Kuszla, 2016).

²⁶ Bien que l'IASB soit une organisation internationale, sa gouvernance comme son fonctionnement sont fortement influencés par la culture anglo-saxonne (Colasse, 2011).

²⁷ Nous retiendrons dans cette thèse cette définition de la pertinence.

²⁸ Selon Nichols et Wahlen (2004), la prévision des résultats futurs permet aux investisseurs d'anticiper le versement de dividendes potentiels et ainsi, de mieux valoriser l'entreprise.

Résumé de la sous-section 2

Dans cette sous-section, nous avons présenté les principales caractéristiques des RNGAAP. Tout d'abord, ces indicateurs relèvent de la communication volontaire des entreprises. Ensuite, les RNGAAP sont des résultats retraités de certaines charges et produits considérés par les dirigeants comme « non-récurrents ». Enfin, les RNGAAP répondent à une logique financière de la performance visant à fournir une information pertinente. A ce titre, ils sont principalement destinés aux investisseurs qui les utilisent afin de prendre leurs décisions économiques.

Conclusion de la section 1

L'objectif de cette première section était de présenter globalement notre objet de recherche.

À partir des définitions issues de la littérature et des autorités de régulation, des précisions terminologiques ont été apportées afin de distinguer les RNGAAP de concepts proches. Par ailleurs, l'examen du cadre normatif existant en France nous a révélé la diversité des indicateurs pouvant être qualifiés de RNGAAP. Finalement, nous avons pu définir les RNGAAP comme *« des indicateurs historiques de résultat autres que ceux définis ou précisés par l'IAS 1 et communiqués en dehors des états financiers »*.

Nous avons ensuite présenté les principales caractéristiques attribuées aux RNGAAP. Leur communication est volontaire de la part des entreprises. Par ailleurs, les RNGAAP relèvent d'une approche restrictive et récurrente du résultat comptable. Les RNGAAP sont ajustés par les dirigeants des éléments considérés par eux comme « non-récurrents ». Enfin, les RNGAAP constituent une mesure principalement à destination des investisseurs et répondent à une logique prédictive de la performance financière de l'entreprise.

Section 2. Cadre réglementaire et institutionnel

L'objectif de cette section est de présenter le cadre réglementaire et institutionnel relatif à la divulgation des RNGAAP dans le contexte français. Au cours des vingt dernières années, cette pratique a suscité des inquiétudes chez divers acteurs de la sphère financière, conduisant les autorités de régulation des marchés financiers à en encadrer certaines des modalités de communication. Plus généralement, la communication de RNGAAP fait écho à des problématiques plus globales qui ont trait à la mesure et la présentation de la performance. Ainsi, le processus d'encadrement des RNGAAP s'est accompagné d'un travail de réflexion au sein même de l'IASB, le normalisateur international. Dans une première partie, nous présenterons le contexte général dans lequel a émergé l'encadrement des RNGAAP ainsi que les contours de la réglementation s'appliquant aux États-Unis et en France (1.). Nous exposerons ensuite les enjeux posés par la divulgation des RNGAAP du point de vue de l'IASB et les pistes envisagées pour y répondre (2.). Enfin, nous évoquerons le rôle joué par d'autres parties prenantes dans l'encadrement de la communication des RNGAAP (3.).

1. Encadrement par les autorités de régulation des marchés financiers

Depuis 2015, les entreprises européennes divulguant des RNGAAP doivent se conformer aux recommandations de l'ESMA, l'autorité de régulation financière européenne. Cette intervention a marqué une étape supplémentaire dans le processus d'encadrement de la communication des RNGAAP qui a débuté aux États-Unis au début des années 2000. Dans cette sous-section, nous évoquerons tout d'abord le contexte dans lequel a émergé cette réglementation (1.1.). Nous présenterons ensuite le cadre auquel les entreprises doivent se conformer aux États-Unis (1.2.) puis en Europe et notamment en France (1.3.).

1.1. Contexte et émergence de la réglementation à l'échelle internationale

L'encadrement de la communication des RNGAAP s'inscrit dans un contexte marqué par la survenance de crises (ex : crise financière asiatique en 1997, éclatement de la bulle internet en 2000, crise financière de 2008) et d'une remise en question de la fiabilité de l'information comptable et financière (ex : affaires Enron en 2001 et Worldcom en 2002). La communication de RNGAAP a ainsi suscité des inquiétudes de la part des autorités de régulation des marchés

financiers. Cette prise de conscience a d'abord débuté aux États-Unis, pour se propager ensuite en Europe, notamment en France.

Aux États-Unis se sont succédé les interventions visant à prévenir les investisseurs sur les risques relatifs à la communication financière des entreprises. Dès 1998, Arthur Levitt, alors président de la SEC, fait part de ses inquiétudes quant à la qualité des chiffres comptables divulgués par les dirigeants. Il pointe notamment du doigt les pressions subies par les dirigeants provenant des marchés financiers et les conséquences possibles sur les pratiques comptables²⁹. En 2001, la SEC attire l'attention sur la divulgation importante de RINGAAP par les entreprises, mettant en garde contre les éventuels dangers de ces indicateurs³⁰. Le gendarme de la bourse américaine précise que les RINGAAP « *peuvent créer de la confusion ou induire en erreur et doivent être considérés avec attention et scepticisme par les investisseurs* ». La SEC reconnaît cependant que les RINGAAP peuvent s'avérer utiles pour la prise de décision des investisseurs, lorsqu'ils sont utilisés avec diligence.

En 2002, la SEC intente une action à l'encontre de « *Trump Hotels and Casino Resorts* » (une société de Donald Trump) pour avoir sciemment tenté d'occulter les mauvais résultats financiers de l'entreprise par la communication d'un RINGAAP « *artificiellement ajusté* ». Pour la presse financière, cette affaire constitue une « *pure illustration de la façon dont les RINGAAP peuvent être utilisés frauduleusement et des conséquences qu'ils peuvent avoir* » (Tully, 2016). La même année est votée aux États-Unis la *Loi sur la réforme de la comptabilité des sociétés cotées et la protection des investisseurs* (ou Loi « Sarbanes-Oxley »). Cette loi fédérale impose de nouvelles règles sur la comptabilité ainsi que sur la transparence financière pour les entreprises, et va avoir un impact considérable outre-Atlantique³¹. Cette loi est aussi à l'origine du premier règlement encadrant formellement la communication de résultats non-GAAP (Reg. G), et qui contribuera à la diffusion d'une réglementation en Europe.

Depuis lors, les RINGAAP n'ont cessé d'être au cœur de l'attention du régulateur américain. En 2010, le président de la commission d'audit de la SEC, Howard Scheck, alerte sur le fait que la communication de RINGAAP est un facteur pouvant faciliter les pratiques frauduleuses³². Plus récemment, Mary Jo White, la présidente de la SEC a exprimé les mêmes inquiétudes en

²⁹ Levitt (1998). *The Number Game*. <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>

³⁰ SEC (2001). *Cautionary Advice Regarding the use of pro-forma Financial Information in Press Releases*. <https://www.sec.gov/rules/other/33-8039.htm>

³¹ En France, la Loi de Sécurité Financière mise en place en 2003 s'inspire pour partie de la loi Sarbanes-Oxley.

³² SEC (2010). *Remarks before the 2010 AICPA National Conference on Current SEC and PCAOB Developments*. 6 décembre 2010. <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch120610hs.htm>

soulignant que les RNGAAP devaient faire l'objet de la plus grande attention de la part des auditeurs et autres parties prenantes (Teitelbaum, 2015).

La divulgation de RNGAAP a suscité des questionnements au-delà du seul contexte américain. L'IOSCO, un groupement international composé de plusieurs régulateurs nationaux, émet en 2002 un communiqué visant à inciter les entreprises à communiquer ces indicateurs « *de manière appropriée afin de faciliter la prise de décision des utilisateurs* »³³. Tout en reconnaissant l'utilité potentielle des RNGAAP, l'organisme met en garde contre d'éventuelles pratiques de communication pouvant induire en erreur les investisseurs. Au niveau européen, le CESR publie en 2005 un guide de bonnes pratiques relatif à la communication de RNGAAP. Celles-ci recommandent aux entreprises divulguant des RNGAAP de définir correctement les indicateurs utilisés afin qu'ils soient compréhensibles par les utilisateurs³⁴.

En France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) est intervenue à plusieurs reprises. En 2003, la Commission des Opérations de Bourse (COB) est tout d'abord venue apporter des précisions quant à la nature des RNGAAP afin de distinguer ces indicateurs des informations à but comparatif et obligatoires³⁵. En 2005, l'AMF emboîte le pas du CESR et rappelle qu'elle n'est pas opposée à l'utilisation de RNGAAP qui, suivant les entreprises ou secteurs d'activité, peuvent répondre à une attente particulière de la part des investisseurs (AMF, 2005). Toutefois, l'autorité précise que « *l'usage de RNGAAP ne devrait pas conduire à négliger les indicateurs d'usage courant et reconnu* ».

Enfin, en 2010, l'AMF émet un nouveau communiqué dans lequel elle insiste sur la nécessité pour les entreprises divulguant des RNG de fournir une information exacte, précise et sincère aux investisseurs (AMF, 2010). Plus spécifiquement, l'AMF requiert le respect des principes suivants : la définition des indicateurs présentés, la stabilité des indicateurs dans le temps, l'explication du choix des indicateurs et la réconciliation des indicateurs avec les résultats issus de l'information règlementée.

³³ IOSCO (2002). *Cautionary Statement Regarding Non-GAAP Results Measures*. 19 Mai 2002. <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEW4.pdf>

³⁴ CESR (2005). *CESR Recommendations on Alternative Performance Measures*. Octobre 2005. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_178b.pdf

³⁵ COB (2003). Bulletin mensuel n°375 de janvier 2003.

1.2. Règlementation aux États-Unis : la « Regulation G. »

En 2003, la SEC met en place la « *Regulation G.* » (ou Reg. G.), qui précise les conditions et modalités de communication de RNGAAP par les entreprises³⁶. La Reg. G s'applique à toutes les publications ou communiqués des entreprises incluant un RNGAAP à partir de mars 2003³⁷. Les entreprises concernées par ce règlement ne doivent pas présenter de RNGAAP « *susceptibles d'induire en erreur les utilisateurs en émettant une fausse information ou en omettant une information essentielle à leur bonne compréhension* » (SEC, 2003, §A3). Plus spécifiquement, la Reg. G fixe certaines obligations en termes de présentation des RNGAAP : (i) la réconciliation des RNGAAP avec les résultats GAAP directement comparables et (ii) la présentation de mesures comparatives d'une période à l'autre. Les dispositions présentes au sein de la Reg. G ont entraîné l'amendement de la Reg. S-K³⁸. Aussi, les RNGAAP présents au sein des communications règlementées sont soumis à des modalités de communication plus strictes. Outre les obligations prévues par la Reg. G, les RNGAAP doivent être présentés avec la même prééminence que les résultats GAAP et être accompagnés d'une explication des dirigeants sur les raisons pour lesquelles les RNGAAP sont utiles aux investisseurs. En parallèle, la SEC publie un guide d'interprétation (« *Compliance and Disclosure Interpretations* ») afin de faciliter l'application de la Reg. G et de l'item 10 de la Reg. S-K³⁹. Ces interprétations sont régulièrement actualisées et fournissent des exemples de divulgation de RNGAAP susceptibles d'induire en erreur les investisseurs, telle que la présentation de ces indicateurs avec prééminence.

1.3. Règlementation en Europe / France : intervention de l'ESMA / AMF

1.3.1. Champ d'application et règles de communication

En Europe, c'est l'ESMA (*European Securities Markets Authority*) qui a la charge de superviser le fonctionnement des marchés financiers et l'information financière communiquée par les

³⁶ SEC (2003). *Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures*. https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm#P31_3073

³⁷ Comme nous l'avons présenté dans la section 1, la définition du RNGAAP de la SEC (et des autres organismes de régulation) est plus globale. Les RNGAAP incluent les indicateurs issus du bilan et du tableau de flux de trésorerie ainsi que les mesures correspondant à des projections futures.

³⁸ La Reg. S-K prescrit les obligations en matière de publications comptables et financières pour les sociétés cotées.

³⁹ SEC (2018). *Compliance and Disclosure Interpretation on Non-GAAP Financial Measures*. <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>

entreprises⁴⁰. Cet organisme indépendant, instauré en 2011 en réponse à la crise financière de 2008, est l'une des trois autorités de supervision européenne constituant le Système Européen de Supervision Financière⁴¹. L'ESMA remplace ainsi le comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) mis en place en 2001. Les objectifs poursuivis par l'ESMA sont la protection des investisseurs, l'harmonisation de la réglementation au niveau européen et la stabilité des marchés financiers dans le temps.

Le 5 Octobre 2015, l'ESMA publie des « *Orientations relatives aux Indicateurs Alternatifs de Performance* ». Ces orientations visent à promouvoir « *l'utilité et la transparence des IAP inclus dans les prospectus et/ou les informations réglementées* » (ESMA, 2015, §6)⁴². L'intervention de l'ESMA répond à une volonté d'harmoniser les pratiques de communication financière des entreprises au niveau européen. Par ailleurs, elle permet de garantir des pratiques de surveillance cohérentes et efficaces, ainsi que l'application uniforme de la directive « transparence »⁴³. L'ESMA considère que « *les émetteurs ou les personnes responsables du prospectus décidant de fournir des IAP doivent le faire de manière appropriée et utile à la prise de décision de leurs utilisateurs* » (ESMA, 2015, §7).

Le tableau 2 présente le champ d'application des orientations de l'ESMA relatives aux IAP. Ces dernières s'appliquent à l'ensemble des IAP communiqués par les entreprises dont les titres sont admis en négociation sur un marché réglementé en Europe (tableau 2). Les RINGAAP se trouvent ainsi directement concernés par l'application de celles-ci. Seuls les indicateurs divulgués en dehors des états financiers sont concernés par les orientations de l'ESMA. Par conséquent, les sous-totaux IFRS relevant de l'application de l'IAS 1 ne tombent pas sous la coupe du régulateur européen lorsqu'ils sont communiqués au sein même des états financiers. Enfin, les orientations de l'ESMA s'appliquent aux indicateurs divulgués à compter du 3 Juillet 2016.

⁴⁰ Règlement (UE) n° 1095/2010.

⁴¹ Les deux autres étant l'Autorité Bancaire Européenne et l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles.

⁴² Selon Bushman et al. (2004), la transparence financière correspond à la « *disponibilité d'informations relative à une entreprise aux destinataires de celle-ci* ».

⁴³ La directive transparence (2004/109/CE) vise à harmoniser les obligations en matière de publication d'information par les entreprises dont les titres sont admis en négociation sur un marché réglementé.

Tableau 2. Champ d'application des orientations de l'ESMA

QUI ?	
Entités concernées	Émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et tenus de publier des informations réglementées.
QUOI ?	
Indicateurs concernés	Indicateurs financiers, historiques ou futurs, de la performance [...] autres qu'un indicateur financier défini ou précisé dans le référentiel comptable applicable. <i>Ne sont pas concernés les indicateurs :</i> - De mesures physiques ou non financiers - Précisément définis par le référentiel
OU ?	
Supports concernés	IAP communiqués par les émetteurs lorsqu'ils publient des informations réglementées : communiqués de presse, prospectus, rapports annuels et semestriels <i>Ne sont pas concernés les indicateurs :</i> - Communiqués dans les états financiers - Communiqués en application de dispositions législatives, autres que celles liées au référentiel comptable applicable
QUAND ?	
Date d'entrée en vigueur	3 Juillet 2016

Les paragraphes 16 à 48 des orientations énoncent les modalités de communication des IAP auxquelles les entreprises doivent se conformer. Selon l'ESMA, les entreprises communicantes doivent :

- ➔ **Définir** les IAP utilisés, leurs composants et le mode de calcul adopté.
- ➔ Communiquer de manière **claire et intelligible** les définitions des IAP utilisés.
- ➔ **Réconcilier les IAP** utilisés avec le résultat GAAP de la période correspondante le plus proche en identifiant et expliquant les principaux retraitements.
- ➔ **Expliquer les raisons de l'utilisation d'IAP** afin de permettre aux utilisateurs de comprendre leur pertinence et leur fiabilité.
- ➔ Ne doivent pas présenter les IAP avec **plus d'importance, d'emphase ou de proéminence** que les indicateurs directement issus des états financiers.
- ➔ **Fournir des informations comparatives** relatives aux IAP utilisés pour les périodes antérieures.
- ➔ Définir les IAP **de façon cohérente dans le temps**. Si les émetteurs décident de redéfinir un RINGAAP, ils doivent expliquer les modifications effectuées, expliquer les raisons pour lesquelles ces modifications procurent des informations plus fiables et fournir des chiffres comparatifs modifiés.

En 2017, l'ESMA publie des interprétations afin de clarifier ses orientations de 2015 (ESMA, 2017). Ces interprétations correspondent aux questions les plus fréquemment posées par les autorités de régulation nationales et relatives à l'application des orientations de l'ESMA⁴⁴. Globalement, l'objectif poursuivi est double : (i) promouvoir une supervision des RINGAAP cohérente par les autorités de régulation nationales en Europe et (ii) assister les entreprises dans la correcte application de ses orientations. Finalement, le régulateur européen publie en 2019 un rapport faisant un état des lieux relatif à cette application par les entreprises sur l'année 2018 (ESMA, 2019).

1.3.2. Transposition des orientations de l'ESMA en France

L'ESMA impose la transposition de ses orientations par les autorités de régulation nationales. Le paragraphe 13 précise que « *Les autorités compétentes chargées de veiller au respect des exigences de la directive transparence et du règlement abus de marché doivent intégrer les présentes orientations dans leurs pratiques de surveillance, et contrôler que les émetteurs s'y conforment* » (ESMA, 2015, §13). En France, c'est l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui a pour mission de veiller à la protection de l'épargne publique, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés financiers.

Ainsi, le 3 décembre 2015, l'AMF intègre au sein de son règlement général les orientations de l'ESMA (AMF, 2016). La position de l'AMF reprend l'ensemble des dispositions prévues par l'autorité européenne. Par ailleurs, celle-ci remplace et rend caduques les précédentes recommandations émises en 2010 par la même autorité⁴⁵. La figure 5 illustre l'articulation de la réglementation entre l'ESMA et l'AMF.

⁴⁴ Entre autres, ces interprétations clarifient ce que le régulateur qualifie de « proéminence » en donnant des exemples de présentation de RINGAAP susceptibles d'induire en erreur les investisseurs.

⁴⁵ AMF (2010). *Communication des sociétés sur leurs indicateurs financiers*. file:///C:/Users/doctorant/Downloads/Communications%20des%20soci%C3%A9t%C3%A9s%20sur%20leurs%20indicateurs%20financiers%20(1).pdf

Figure 5. Transposition des orientations de l'ESMA en France



1.3.3. Portée et contrôle de l'application des réglementations

Sur le fond, les orientations publiées en 2015 par l'ESMA (et transposées en France par l'AMF) sont cohérentes avec le cadre réglementaire existant aux États-Unis. En effet, la presque totalité des modalités de divulgation exigées par la SEC ont été reprises par le régulateur européen⁴⁶. Cette homogénéité traduit les efforts de coordination entrepris par les différentes autorités dans le but d'harmoniser les pratiques de communication à travers le monde. Toutefois, ces deux cadres réglementaires divergent sur deux aspects : (i) leur portée restrictive et (ii) les moyens d'actions dont disposent chacune des autorités dans le contrôle de la réglementation.

Tout d'abord, les modalités prescrites par la SEC sont plus restrictives que les orientations de l'ESMA⁴⁷. Par exemple, l'autorité américaine apporte bien plus de précisions quant à la qualification des retraitements non-GAAP utilisés par les entreprises. Ainsi, la SEC interdit l'exclusion de charges et / ou produits susceptibles de se reproduire dans les deux années consécutives et / ou qui se sont produits dans les deux années précédant leur constatation (SEC, 2003, B2). A contrario, l'ESMA demeure bien plus vague, énonçant simplement le fait que les entreprises « *ne doivent pas qualifier à tort des éléments de non récurrents, peu fréquents ou inhabituels* » (ESMA, 2015, §25). Plus généralement, le champ d'application du cadre réglementaire de la SEC est plus large que celui de l'ESMA. Par exemple, l'item 10 de la Reg. S-K prescrit les modalités de communication des RINGAAP présents en marge de l'information réglementée. Sans avoir la charge d'auditer ces indicateurs, les auditeurs disposent ainsi de la

⁴⁶ La seule règle non reprise par l'ESMA concerne l'interdiction pour les entreprises de divulguer des RINGAAP « par action » liés aux flux de trésorerie.

⁴⁷ Le degré restrictif de l'intervention de ces deux autorités respectives se reflète dans la terminologie utilisée. Aux États-Unis, les modalités de divulgation de RINGAAP sont encadrées par des « règlements » à part entière (Reg. G. et item 10 de la Reg. S-K) tandis qu'en Europe, celles-ci sont encadrées par des « orientations ».

possibilité d'émettre une opinion sur la cohérence de ceux-ci avec les résultats issus des états financiers audités (Black et Christensen, 2018).

Par ailleurs, l'autorité de régulation américaine dispose de moyens plus conséquents pour contrôler l'application de ses règlements. En 2013 est créé un comité d'audit chargé de contrôler l'application de la Reg. G (Rapoport, 2013). La SEC peut ainsi émettre des requêtes (« *comment letters* ») auprès des entreprises ne respectant pas les conditions prévues par la Reg. G ou la Reg. S-K. L'autorité peut alors exiger des explications quant à l'utilisation de certains retraitements non-GAAP et demander aux entités concernées d'appliquer des modifications à leur communication financière. Aussi, les interventions de la SEC se sont traduites par une augmentation du nombre de ces requêtes adressées aux entreprises (Rapoport, 2016).

Enfin, la SEC a sanctionné à plusieurs reprises des entreprises ne respectant pas les dispositions prévues par ses règlements. En 2009 la société *SafeNet* est ainsi condamnée à verser une amende pour non-respect des dispositions prévues par la Reg. G. Les moyens d'action de l'ESMA sont bien plus limités. Créée en 2011, l'ESMA est un organisme relativement « jeune ». Contrairement à la SEC, l'autorité de régulation européenne ne dispose pas d'un organe spécifique chargé de contrôler l'application des orientations, cette compétence étant déléguée à chacune des autorités nationales concernées par la régulation. Par conséquent, la supervision de l'application de cette régulation est rendue compliquée par les difficultés liées à leur articulation avec les différents États Européens.

Résumé de la sous-section 1

Au cours des vingt dernières années, la place considérable prise par les RINGAAP dans la communication financière des entreprises a suscité l'intérêt et l'inquiétude des autorités de régulation des marchés financiers. Tout en reconnaissant la potentielle utilité des RINGAAP pour la prise de décision des investisseurs, ces dernières ont tenté d'en améliorer la transparence par la mise en place de règles de communication. D'abord initié aux États-Unis, le processus d'encadrement s'est ensuite diffusé en Europe et en France, à la suite des interventions respectives de l'ESMA et de l'AMF en 2015. Ces règles s'appliquent aux RINGAAP communiqués en dehors des états financiers à partir de Juillet 2016 et imposent aux entreprises de communiquer ces indicateurs de manière transparente et compréhensible pour les utilisateurs.

2. Implication des instances de normalisation comptable

Bien que les RNGAAP relèvent de la communication volontaire des entreprises, ces indicateurs font l'objet d'une attention accrue de la part des instances de normalisation, notamment de l'IASB. Dans cette sous-section, nous présenterons les problèmes posés par la divulgation de RNGAAP du point de vue de l'IASB (2.1.). Nous évoquerons ensuite les pistes envisagées par le normalisateur international pour tenter de contenir la divulgation de ces indicateurs (2.2.).

2.1. Problèmes et enjeux liés aux RNGAAP

2.1.1. Position de l'IASB

A l'instar des autorités de régulation, les instances de normalisation considèrent la prolifération de RNGAAP avec un certain scepticisme. En Europe, les entreprises dont les titres sont admis en négociation sur un marché réglementé ont l'obligation depuis 2005 de présenter leurs états financiers consolidés selon le référentiel comptable international IFRS. L'élaboration des normes comptables internationales est assurée par l'*International Accounting Standards Board*⁴⁸. Bien que cette instance n'ait pas la charge de la communication volontaire des entreprises, elle n'en reste pas moins concernée par la communication de RNGAAP en marge des états financiers.

Une des inquiétudes du normalisateur international réside dans le fait que les RNGAAP puissent occulter l'information règlementée et que les investisseurs se détournent de celle-ci pour apprécier la performance des entreprises. Contrairement à l'information issue des états financiers, les RNGAAP ne font pas l'objet d'un audit externe, ce qui pose la question de la fiabilité de ces indicateurs^{49 50}. En 2015, le président de l'IASB relève que les entreprises ont tendance à exclure des RNGAAP des éléments de nature courante et s'inquiète des biais potentiels que peuvent représenter ces retraitements pour les investisseurs (Hoogervorst, 2015). Gary Kabureck, membre de l'IASB, note quant à lui que les RNGAAP sont souvent utilisés par

⁴⁸ L'IASB est un organisme international de droit privé créé en 1973 et chargé de l'élaboration de normes comptables internationales.

⁴⁹ Selon le cadre conceptuel de l'IASB, une information est fiable si elle est « complète, neutre et exempte d'erreurs » (IASB, 2018, §12).

⁵⁰ Aux États-Unis, la *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) impose aux auditeurs d'émettre une opinion relatives aux informations communiqués au sein des communiqués de presse (10-K et / ou 10-Q) en marge des états financiers. Ces derniers doivent ainsi signaler les informations qui apparaissent incohérentes avec les états financiers (Black et Christensen, 2018).

les dirigeants afin d'ignorer l'existence de certaines charges enregistrées selon le référentiel international⁵¹.

Dans le même temps, l'attention portée par les investisseurs aux RNGAAP est venue remettre en cause la capacité même de l'information règlementée à fournir une information utile aux utilisateurs. Ainsi, l'IASB est consciente que la divulgation de RNGAAP est l'une des conséquences de l'application des normes comptables internationales. En effet, la philosophie du référentiel est de fournir des principes directeurs (« *principles-based accounting* ») tout en laissant une marge d'interprétation aux dirigeants dans leur application. Le revers de cette approche est la difficulté pour les entreprises à procurer une information spécifique et sur mesure à leurs utilisateurs. Ainsi, l'IASB reconnaît que les investisseurs puissent vouloir disposer de plus d'informations relatives à la performance des entreprises au-delà des obligations comptables prescrites par l'IAS 1 (Hoogervorst, 2015).

Au final, la position de l'IASB est aujourd'hui consensuelle. Plutôt que de condamner cette pratique, l'instance de normalisation prône plutôt la cohabitation des RNGAAP avec l'information issue des états financiers. Selon le normalisateur, les RNGAAP sont utiles lorsqu'ils viennent compléter l'information issue des états financiers (Hoogervorst, 2018). Toutefois, l'IASB souhaite que les résultats préparés selon le référentiel IFRS demeurent la source principale d'information pour les utilisateurs de l'information lorsqu'ils effectuent leurs choix d'investissement (Hoogervorst, 2015).

2.1.2. Les RNGAAP au cœur d'une « crise de comparabilité »

Un des aspects les plus controversés des RNGAAP est leur (manque de) comparabilité. Selon l'IASB, la comparabilité est « *la caractéristique qualitative qui permet aux utilisateurs de relever les similitudes et les différences entre des éléments* » (IASB, 2018, §21).

Dans la mesure où les RNGAAP ne sont pas normalisés, la discrétion des dirigeants quant à ces indicateurs est considérable. Tout d'abord, les RNGAAP ne sont pas nécessairement calculés de la même façon par toutes les entreprises, chacune effectuant les retraitements qu'elle considère comme pertinents. Cette hétérogénéité des pratiques est susceptible de réduire la comparabilité dans l'espace (comparaison de différentes entreprises sur une période donnée).

⁵¹ Gary Kabureck (2017). *Accounting for non-GAAP earnings measures*. <https://www.ifrs.org/news-and-events/2017/03/accounting-for-non-gaap-earnings-measures/>

De plus, les RNGAAP ne sont pas nécessairement calculés de la même façon d'une période à l'autre par une même entreprise, ce qui est susceptible de compromettre la comparabilité dans le temps (comparaison d'une même entreprise sur des périodes différentes). En 2017, l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), un organisme consultatif de l'IASB, met en garde contre l'utilisation massive de l'EBITDA par les entreprises et souligne que ces RNGAAP sont le plus souvent calculés de façon hétérogène par les entreprises (EFRAG, 2017). Plus récemment, le président de l'IASB a exprimé son scepticisme quant à la communication de RNGAAP et le manque de comparabilité de ces indicateurs (Hoogervorst, 2018).

La comparabilité est considérée par les normalisateurs comme une caractéristique essentielle contribuant à l'utilité de l'information financière. En proposant des normes génériques applicables par toutes les entreprises, le référentiel comptable international a donc pour but d'améliorer le rapprochement de l'information financière et contribuer à une meilleure allocation des ressources. Pour une partie de la littérature, l'introduction des normes internationales a été suivie d'une amélioration de la comparabilité des états financiers et de la pertinence de l'information financière (Boulerne et Sahut, 2010 ; Li, 2010 ; DeFond et al., 2011 ; Chen et al., 2018 ; Zhang, 2018).

Au contraire, d'autres travaux suggèrent que les normes IFRS contribuent à rendre l'information financière trop uniforme, en « gommant » les différences entre les entreprises (Li, 2010 ; Kvaal et Nobes, 2012 ; Yip et Young, 2012 ; Morais et al., 2018). Les instances de normalisation ont pris conscience de ce problème. Aux États-Unis, selon le FASB « *une importance excessive accordée à l'uniformité peut réduire la comparabilité en rendant des choses différentes identiques* » (FASB, 2010, §36). Comme le souligne l'EFRAG, il existe une tension entre la recherche d'uniformité d'une part, et la nécessité de laisser de la flexibilité aux entreprises afin de leur laisser raconter « leur propre histoire » d'autre part (EFRAG, 2017). Par conséquent, l'IASB souligne que la philosophie même du référentiel international, fondé sur des principes, ainsi que l'application du concept de comparabilité, ne permettent pas forcément de rendre compte de manière efficace des évolutions de la performance de l'entité (Hoogervorst, 2018)⁵².

Pour certains, les RNGAAP seraient donc plus comparables que le résultat GAAP, dans la mesure où ils permettent de rendre compte d'une performance sur-mesure « à travers les yeux

⁵² Contrairement aux règles prescrites pour les comptes sociaux en France, les principes comptables laissent une plus grande marge discrétionnaire aux dirigeants.

du dirigeant ». Au contraire, pour d'autres, les RNGAAP posent problème puisqu'ils ne reflètent pas l'application uniforme de méthodes comptables. Finalement, deux types différents de comparabilité semblent s'opposer. Alors que l'information règlementée met l'accent sur la partie « similitudes » de la comparabilité, la communication de RNGAAP répond avant tout à la volonté de mettre en exergue les « différences » de chaque entreprise et / ou secteur d'activité afin de mieux les mettre en perspective.

2.2. Réponses de l'IASB et pistes de réflexion

2.2.1. La prise en compte et l'harmonisation des sous-totaux du compte de résultat

Suite aux questionnements présentés plus haut, les instances de normalisation, parmi lesquelles l'IASB, se sont penchées sur la nécessité de réformer les normes relatives à la présentation et à la mesure de la performance. Un point essentiel aux yeux du normalisateur international consiste à accroître la désagrégation du compte de résultat⁵³.

La norme IAS 1 laisse la possibilité aux entreprises d'inclure des sous-totaux en amont du résultat net (ex : EBITDA, résultat opérationnel, EBIT) afin d'aider les utilisateurs à comprendre la formation du résultat net et à effectuer des projections quant à la performance financière future. A la suite du projet *Disclosure Initiative*, l'IAS 1 a été amendée en 2014 afin d'apporter des précisions quant à l'utilisation de ces sous-totaux. Les paragraphes 85A et 85B fixent notamment les conditions de présentation de ces derniers. Plus spécifiquement, la norme précise que les sous-totaux : (i) doivent être définis d'une manière intelligible, (ii) être calculés de manière cohérente d'une période à l'autre, (iii) ne pas être présentés avec plus d'emphase que les résultats précisément définis et (iv) être réconciliables avec les résultats précisément définis du compte de résultat.

Cet amendement constitue donc un premier pas vers une amélioration de la présentation du résultat comptable. En harmonisant l'utilisation de sous-totaux, l'IASB espère améliorer la comparabilité des états financiers et dans le même temps contenir la divulgation de RNGAAP. Toutefois, fidèle à sa philosophie tournée vers les principes, l'amendement ne précise pas les modalités de calcul de ces sous-totaux.

⁵³ La désagrégation correspond à la décomposition du résultat net en plusieurs niveaux de performance (opérationnel, financier, exceptionnel). Par exemple, la désagrégation permet de faire apparaître la nature des charges et/ou produits du compte de résultat.

En France, l'Autorité des Normes Comptables (ANC) a tenté de faciliter l'application de la norme IAS 1 en fournissant un format de présentation du compte de résultat⁵⁴. Celui-ci propose la présentation de postes spécifiques de charges et produits à faire apparaître dans le compte de résultat. En outre, l'ANC propose la présentation d'un sous-total : le résultat opérationnel courant (ROC). Celui-ci correspond au résultat opérationnel auquel l'on rajoute les « *autres produits et charges opérationnels* ». Celles-ci sont définies comme « *des éléments peu nombreux, bien identifiés, non récurrents, significatifs (de montant particulièrement significatif) au niveau de la performance consolidée et généralement repris dans la communication financière de l'entreprise* ». (ANC, Recommandation 2013-03, §4.5.4). L'ANC fournit des exemples de charges et produits non-courants tels que certaines dépenses de restructuration ou les frais liés aux litiges avec des tiers de l'entreprise. Enfin, l'ANC recommande aux entreprises françaises de se référer à ce cadre lorsqu'elles incluent de tels sous-totaux au sein du compte de résultat.

2.2.2. Vers une normalisation du résultat opérationnel ?

Après consultation de diverses parties prenantes, l'IASB a identifié plusieurs axes d'amélioration pour la période 2017-2021 parmi lesquels les travaux visant à améliorer la présentation de la performance (« *Better communication in Financial Reporting* »). Plus spécifiquement, le projet « *Primary Financial Statement* » a pour objet d'étudier la structure du compte de résultat. L'objectif actuel de l'IASB est de fournir une définition précise de la performance opérationnelle. Dans un rapport, l'EFRAG constate que le sous-total le plus utilisé (dans plus de 80% des cas) est le résultat opérationnel. Cependant, il semblerait que cet indicateur soit calculé de manière hétérogène selon les entreprises (EFRAG, 2017)⁵⁵. Le manque de précision de l'IAS 1 quant au calcul des sous-totaux en est la principale raison. A ce jour, deux approches semblent être envisagées par l'IASB pour déterminer la composition de la performance opérationnelle :

➔ La définition explicite du calcul de l'indicateur (approche par les règles). Cette approche présente l'intérêt de contraindre la marge discrétionnaire des dirigeants et d'assurer une application cohérente par l'ensemble des entreprises. Toutefois, cette approche est contraire

⁵⁴ ANC (2013). Recommandation 2013-03, http://www.anc.gouv.fr/files/live/sites/anc/files/contributed/ANC/2.%20Normes%20internationales/NI%202013/Recommandation_2013_R03.pdf

⁵⁵ L'EFRAG note qu'une des principales divergences de calcul concerne l'inclusion (ou l'exclusion) au sein du résultat opérationnel de la quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence (ou coentreprises).

à la philosophie du référentiel basé sur des principes. En outre, la mise en place de règles strictes pourrait conduire à une recrudescence de RINGAAP en dehors des états financiers, qui ne font eux l'objet d'aucune règle.

- ➔ La définition de principes directeurs (approche par les principes). Bien que cette approche soit en accord avec la philosophie du référentiel IFRS, la difficulté réside ici dans la difficulté de qualifier ce qui relève de l'opérationnel et ce qui n'en relève pas. Se pose également la question du degré de latitude à laisser aux dirigeants. Ainsi, des principes trop « larges » seraient susceptibles de favoriser une application hétérogène du résultat opérationnel. Cette solution pourrait s'apparenter à un *statu quo*, eu égard de ce qui existe aujourd'hui avec les sous-totaux IFRS.

Résumé de la sous-section 2

Bien que la divulgation de RINGAAP relève de la communication volontaire des entreprises, cette pratique est suivie de près par l'IASB, le normalisateur comptable international. Du fait de leurs caractéristiques, les RINGAAP sont susceptibles de remettre en cause la fiabilité et la comparabilité de l'information financière. Dans le même temps, la communication de RINGAAP semble répondre à l'incapacité de l'information réglementée à prendre correctement en compte les besoins des utilisateurs. Ainsi, la communication de RINGAAP fait écho à un débat plus large et lié à la mesure et à la présentation de la performance. Au cours des dernières années, l'IASB a entrepris divers projets dans le but de répondre aux besoins des investisseurs et d'endiguer la présence de RINGAAP en marge des états financiers. Cependant, le processus de « normalisation » des RINGAAP se heurte à des difficultés liées à la philosophie du référentiel IFRS, qui est fondé sur des principes.

3. Rôle des entreprises et des parties prenantes

L'encadrement de la communication de RINGAAP n'est pas du seul fait des autorités de régulation des marchés financiers. En effet, certains acteurs privés ont tenté de mettre en place des principes de communication afin de rendre ces indicateurs plus transparents et utiles pour leurs utilisateurs. Des parties prenantes externes des entreprises sont également intervenues dans ce processus. Dans cette sous-section, nous présenterons les initiatives menées par le secteur immobilier (3.1) ainsi que par certains groupements d'analystes financiers (3.2.).

3.1. L'intervention du secteur immobilier : Le NAREIT et l'EPRA

Le secteur immobilier fait figure de pionnier en matière d'encadrement de RINGAAP. Depuis la fin du siècle dernier, celui-ci s'organise afin d'assurer une utilisation cohérente et harmonieuse de ces indicateurs par les entreprises le composant. L'implication particulière du secteur immobilier ne doit rien au hasard. Les particularités liées à l'activité des entreprises immobilières rendent les résultats issus de l'information réglementée peu pertinents pour les utilisateurs. En effet, la convention de coût historique et la perte de valeur progressive des actifs immobiliers ne permettent pas de refléter les fluctuations de la valeur de ces biens en valeur de marché. Cela conduit souvent à une sous-évaluation (surévaluation) de l'entreprise en période de hausse (baisse) des prix. Ainsi, les acteurs du secteur immobilier ont tenté de mettre en place des mesures alternatives permettant de fournir aux utilisateurs une information plus pertinente.

Aux États-Unis, le *National Real Estate Investment Trust* (NAREIT), une association représentant les intérêts des entreprises du secteur immobilier, a proposé l'utilisation un nouvel indicateur : le *Funds From Operations* (FFO)⁵⁶. En 2002, le NAREIT publie un *White Paper* proposant aux entreprises des modalités de calcul du FFO (NAREIT, 2002). Ce document précise les modalités de calcul du FFO. Celui-ci exclut du résultat GAAP les éléments considérés comme non-récurrents tels que : (i) les pertes/profits sur la cession d'actifs, (ii) les dépréciations et amortissements et (iii) les ajustements liés aux sociétés mises en équivalences. En outre, le NAREIT préconise aux entreprises de réconcilier le FFO avec le résultat GAAP et de fournir des informations supplémentaires de façon à faciliter la bonne compréhension du FFO par les utilisateurs. Le *White Paper* de 2002 a été successivement modifié au cours des dernières années afin de prendre en compte les restrictions apportées par la Reg. G et l'item 10

⁵⁶ Traduction : « Fond d'exploitation ».

de la Reg. S-K (NAREIT, 2003). En 2017, le NAREIT reconnaît la nécessité de revoir sa définition du FFO et d'apporter des clarifications sur sa communication. En 2018 est publiée une version révisée du *White Paper* (NAREIT, 2018).

Le secteur immobilier s'est également organisé en Europe. En 1999 est créé l'*European Public Real Estate Association* (EPRA), composé des 25 principales sociétés cotées immobilières européennes et de spécialistes du secteur. Cet organisme poursuit les mêmes objectifs que le NAREIT avec qui il s'est ensuite associé pour former un groupement global. En 2001, l'EPRA met en place des recommandations relatives à l'utilisation de mesures alternatives à destination des entreprises concernées. Selon l'EPRA, celles-ci ont pour but « *d'améliorer la transparence, la comparabilité et la pertinence du reporting financier des entreprises du secteur immobilier* »⁵⁷.

En 2016, L'EPRA remet à jour ses directives et publie *Best Practices Recommendations Guidelines* (EPRA, 2016a). L'association met également à disposition un guide d'interprétation de ses recommandations afin d'en faciliter l'application par les entreprises concernées (EPRA, 2016b). La terminologie utilisée par l'association européenne diffère de son homologue américain : le FFO est qualifié de « résultat EPRA ». De plus, les recommandations de l'EPRA recouvrent un panel plus important d'indicateurs de performance. Par exemple, elles incluent également des mesures issues du bilan (actif net EPRA) ou certains ratios (ratio de coût EPRA). Les modalités de calcul du résultat EPRA, présentées en tableau 3, rejoignent celles du FFO. Dans l'ensemble, l'intervention d'associations professionnelles s'est traduite par des effets conséquents sur la divulgation de ces indicateurs alternatifs. Selon Vincent (1999), plus de 83 % des entreprises du secteur immobilier ont communiqué un FFO sur la seule année 1996.

⁵⁷ <https://www.epra.com/finance/financial-reporting>

Tableau 3. Modalités de calcul du résultat EPRA

Résultat net IFRS (GAAP)
+/- Variation de juste valeur des actifs immobiliers
+/- Profits et pertes sur cession d'actifs immobiliers non-courants
+/- Profits et pertes sur cession d'immeubles de placement
+/- Impôts et taxes sur la cession d'actifs immobiliers
+/- Ajustements liés aux écarts-d'acquisition
+/- Variation de juste valeur sur actifs financiers
+/- Coûts d'acquisition relatifs aux participations dans des coentreprises
+/- Impôts différés liés aux retraitements EPRA
= Résultat EPRA (non-GAAP)

Source : EPRA (2016). *Best Practices Recommendations Guidelines*.

3.2. L'intervention des analystes financiers

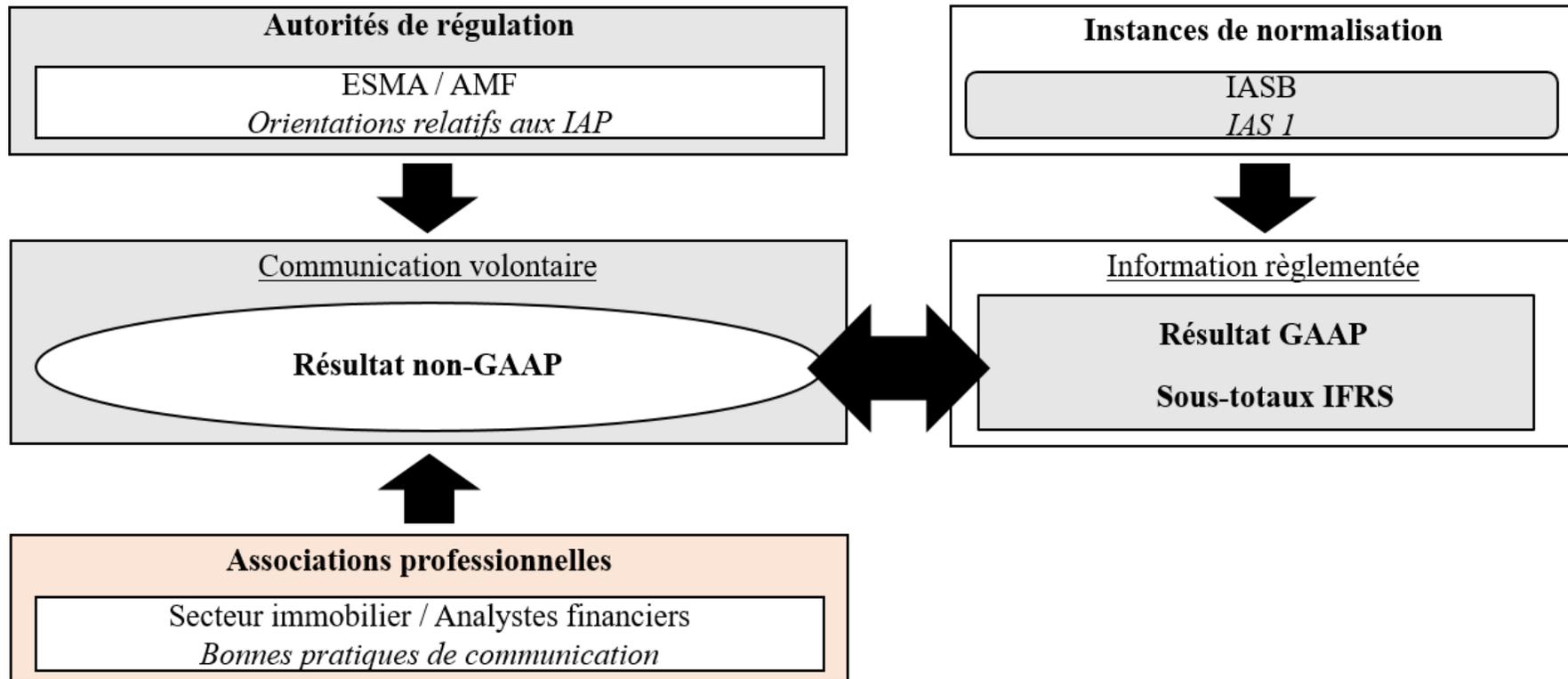
Les analystes financiers sont parmi les premiers concernés par la divulgation de RINGAAP. En tant qu'intermédiaires entre les entreprises et les investisseurs, ils sont les principaux utilisateurs des RINGAAP, qui leur permettent d'effectuer des prévisions et recommandations (Bentley et al., 2018). Ainsi, ces acteurs ont tout intérêt à ce que les RINGAAP communiqués par les entreprises le soient de façon utile, transparente et intelligible.

Aux États-Unis, le *National Investor Relations Institute* (NIRI) publie en 2002 des bonnes pratiques relatives à la divulgation de RINGAAP. Dans l'ensemble, celles-ci rejoignent les modalités de présentation préconisées par les autorités de régulation. Bien que le NIRI considère que les RINGAAP sont des indicateurs plus pertinents pour leur analyse de l'entreprise, il remarque que ces derniers souffrent d'une certaine opacité. Aussi, le NIRI préconise aux entreprises de définir correctement ces indicateurs et de présenter une réconciliation des RINGAAP avec les résultats issus de l'information réglementée. D'autres groupements d'analystes ont décidé d'aller plus loin en développant leurs propres mesures de résultat. C'est le cas au Royaume-Uni de l'*Institute of Investment Management and Research*, une association d'analystes financiers. Cet organisme propose en 1993 de calculer l'*headline earnings*, en retraitant une dizaine d'ajustements du résultat GAAP. L'*headline earnings* a trouvé un écho fort auprès de certaines instances de normalisation comptable. Celui-ci a par exemple été adopté par le normalisateur Sud-Africain : depuis 2006, les entreprises cotées sur l'indice de Johannesburg doivent inclure cet indicateur au sein de leur compte de résultat. Ce cas constitue à ce jour un exemple original de normalisation du RINGAAP.

Résumé de la sous-section 3

Certains acteurs privés (entreprises et analystes financiers) ont tenté d'encadrer la communication de RINGAAP au-delà des obligations prévues par les autorités de régulation des marchés financiers. Ainsi, le secteur immobilier a fourni à ses entreprises des « bonnes pratiques » de communication dans le but d'améliorer la transparence et l'utilité des RINGAAP. De leur côté, les analystes financiers, qui sont parmi les premiers utilisateurs de RINGAAP, ont également entrepris des initiatives allant dans ce sens. Aussi, le processus d'encadrement de la communication de RINGAAP est aussi bien le fait d'acteurs externes que d'initiatives prises en interne. La figure 6 synthétise le cadre réglementaire et institutionnel relatifs à la divulgation de RINGAAP.

Figure 6. Cadre réglementaire et institutionnel



Conclusion de la section 2

L'objectif de cette deuxième section était de présenter le cadre réglementaire et institutionnel relatif à la divulgation de RINGAAP dans le contexte français.

Nous avons tout d'abord présenté le cadre mis en place par les autorités de régulation des marchés financiers, premières concernées par la communication volontaire des entreprises. Celui-ci s'est inscrit dans un contexte de remise en question de la transparence et de la fiabilité de l'information financière. Débuté aux États-Unis, le processus d'encadrement des RINGAAP s'est ensuite diffusé en Europe, où l'ESMA a mis en place en 2015 des orientations visant à améliorer la transparence et l'utilité des RINGAAP. Ces orientations ont ensuite été transposées en France, par le biais de l'AMF.

Nous nous sommes ensuite intéressés aux enjeux posés par la communication de RINGAAP du point de vue des instances de normalisation comptable. En effet, cette pratique fait écho aux questions liées à la présentation et à la mesure de la performance financière. L'IASB, le normalisateur international, a donc pris des mesures visant à mieux intégrer les besoins des utilisateurs de l'information financière. L'une de ces initiatives consiste à proposer une définition de la performance opérationnelle de manière à répondre aux besoins des investisseurs tout en réduisant la latitude permise par la divulgation de RINGAAP.

Enfin, le processus d'encadrement des RINGAAP n'est pas du seul fait des autorités de régulation des marchés financiers. Aussi, nous avons évoqué le rôle joué par certaines entreprises et autres parties prenantes dans celui-ci. Plus spécifiquement, nous avons présenté les initiatives menées par (i) le secteur immobilier et (ii) les analystes financiers afin d'améliorer la transparence et l'utilité des RINGAAP divulgués.

Conclusion du chapitre 1

L'objectif général de ce chapitre était de présenter le contexte dans lequel s'inscrit la divulgation de RNGAAP et les principaux concepts utilisés dans ce travail doctoral.

L'opacité qui entoure les RNGAAP nous a tout d'abord conduits à mieux définir les bornes de notre objet de recherche. À partir d'une revue de la littérature et de définitions proposées par différents acteurs, nous avons vu que ces indicateurs correspondent à des résultats présentés et calculés en dehors de tout référentiel comptable en vigueur. Nous avons également distingué les RNGAAP de concepts proches mais pourtant différents tels que les IAP, les *street earnings* ou les sous-totaux issus du compte de résultat. Enfin, nous avons caractérisé les RNGAAP à partir d'une présentation de leurs principaux attributs. Ainsi, les RNGAAP sont issus de la communication volontaire des entreprises, et ajustés des éléments considérés comme « non-récurrents » par les dirigeants.

Dans un second temps, nous avons présenté le cadre réglementaire et institutionnel existant relatif aux RNGAAP. Suite aux inquiétudes liées à la prolifération de RNGAAP, les autorités de régulation des marchés financiers ont tenté d'en améliorer la transparence et l'utilité. En 2015, l'autorité de régulation européenne, l'ESMA, a mis en place des règles obligeant les entreprises à correctement définir les RNGAAP divulgués et fournir une réconciliation des RNGAAP avec le résultat GAAP directement comparable. Dans le même temps, la communication de RNGAAP a poussé l'instance de normalisation internationale à se pencher vers une modification des normes relatives à la présentation et à la mesure de la performance afin de mieux prendre en considération les besoins des investisseurs.

Pourtant, malgré les règles mises en place présentées dans ce chapitre, les RNGAAP restent à ce jour des indicateurs dont la divulgation relève de la discrétion des dirigeants. Ceci amène donc à s'interroger sur les stratégies et motivations adoptées par ces derniers lorsqu'ils communiquent ces indicateurs. Le chapitre suivant vise donc à proposer une analyse conceptuelle adaptée à l'étude des stratégies et des motivations associées à la divulgation de RNGAAP.

Chapitre 2. La divulgation de RINGAAP : revue de la littérature et hypothèses

Introduction du chapitre 2

L'objectif de ce chapitre est de présenter une revue de la littérature portant sur les stratégies et motivations associées à la divulgation de RINGAAP.

Tout d'abord, compte tenu de la grande latitude dont disposent les dirigeants dans la communication de RINGAAP, un état des lieux des stratégies de divulgation relatives à ces indicateurs s'avère nécessaire afin de mieux appréhender notre sujet de recherche. Bien que de nombreux travaux aient documenté cette pratique au cours des vingt dernières années (ex: Young, 2014 ; Marques, 2017 ; Black et al., 2018), nous verrons que certaines dimensions de la divulgation de RINGAAP méritent une plus grande attention (section 1).

Dans une deuxième section, nous proposerons un cadre théorique adapté à l'étude des motivations de la divulgation de RINGAAP. La communication volontaire des entreprises s'inscrit dans un contexte d'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs / actionnaires. Nous verrons que les théories du signal et de l'agence permettent ainsi d'expliquer la divulgation de RINGAAP comme un moyen de réduire et / ou d'exploiter cette asymétrie d'information dans une logique « informative » et / ou « opportuniste » (Akerlof, 1970 ; Jensen et Meckling, 1976). Par ailleurs, en rendant plus coûteuse la divulgation de RINGAAP, la régulation permet de réduire le degré de latitude exercé par les dirigeants tout en rendant plus crédibles ces indicateurs aux yeux des investisseurs (section 2).

Enfin, nous formulerons les hypothèses de recherche en accord avec notre question de recherche et le cadre théorique sous-jacent. A ce propos, les raisons incitant les dirigeants à accorder davantage de prééminence (ou emphase) aux RINGAAP demeurent relativement floues (section 3).

Section 1. Les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français

L'objectif de cette section est de présenter l'état de la littérature portant sur les stratégies de divulgation de RNGAAP. Au regard du peu de travaux conduits sur cette thématique en France, nous élargirons notre analyse à la littérature portant sur les contextes anglo-saxon et européen. Ces stratégies regroupent trois principales dimensions que nous exposerons tour à tour : la communication de RNGAAP en tant que telle (1.), le calcul des RNGAAP (2.) et la présentation des RNGAAP (3.).

1. Dimension liée à la divulgation *stricto-sensu*

La divulgation de RNGAAP *stricto-sensu* regroupe principalement le choix de (ne pas) communiquer ces indicateurs (1.1.) ainsi que le choix relatif aux types d'indicateurs communiqués (1.2.).

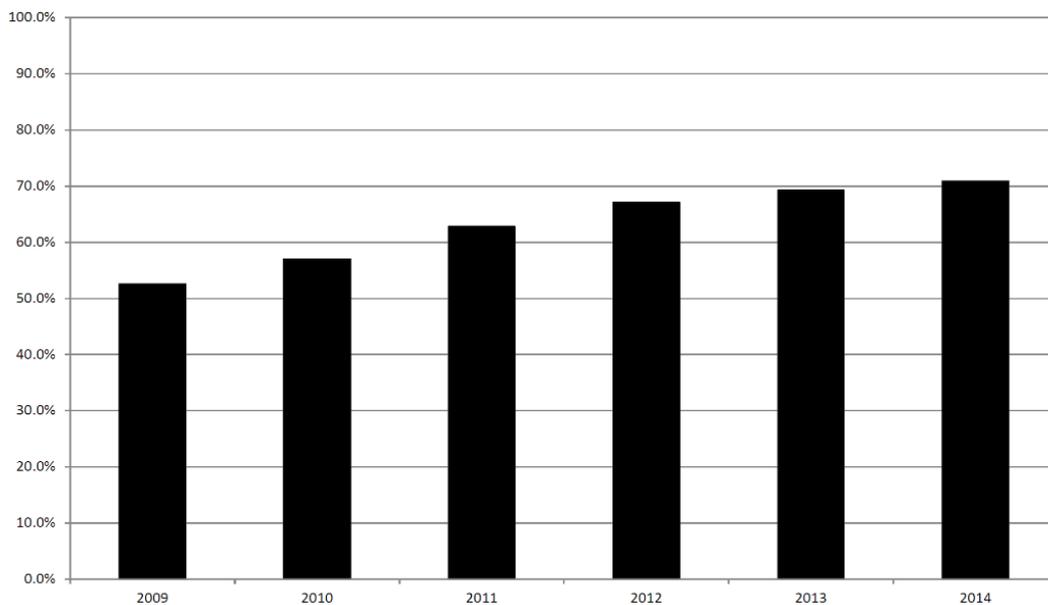
1.1. Le choix de communiquer

Au cours des dernières décennies, de nombreux travaux ont documenté la fréquence de communication de RNGAAP par les entreprises (Lougee et Marquardt, 2004 ; Marques, 2010 ; Isidro et Marques, 2015 ; Malone et al., 2016 ; Black et al., 2018 ; Bouwens, 2019). Les premières études menées aux États-Unis font état d'un phénomène relativement anecdotique. Jusqu'à la fin du siècle dernier, la communication de RNGAAP était peu fréquente et concernait seulement certains secteurs d'activité, tels que les médias ou la haute technologie (Bhattacharya et al., 2004 ; Lougee et Marquardt, 2004). Il semble que la divulgation de RNGAAP se soit démocratisée au tournant des années 2000. Par exemple, les résultats de Marques (2010) révèlent que plus de 68 % des entreprises constituant l'indice S&P500 communiquent au moins une fois des RNGAAP entre 2001 et 2003⁵⁸. Après un léger déclin aux États-Unis à la suite de la mise en place de la Reg. G en 2003 (Marques, 2006 ; Heflin et Hsu, 2008 ; Entwistle et al., 2010), la fréquence de communication de RNGAAP a ensuite continué de croître. Selon

⁵⁸ L'indice S&P500 (pour « *Standard and Poors* ») est constitué des 500 plus grosses capitalisations boursières des États-Unis.

Bentley et al. (2018), celle-ci a plus que doublé en une décennie, passant de 20 % à 49 % entre 2003 et 2013. Plus récemment, Black et al. (2018) constatent une tendance similaire : la part d'entreprises communiquant des RNGAAP est passée de 53 % à 71 % entre 2009 et 2014, comme le présente la figure 7 ci-dessous⁵⁹. Finalement, un rapport du cabinet d'audit PwC révèle que 97 % des entreprises de l'indice S&P500 ont divulgué au moins un RNGAAP en 2018⁶⁰.

Figure 7. Fréquence de divulgation de RNGAAP (Source : Black et al., 2018)



En Europe, la littérature documente un phénomène similaire. Isidro et Marques (2015) et Guillamon-Saorin et al. (2017) constatent qu'approximativement 80 % des entreprises divulguent de tels indicateurs. Selon Isidro et Marques (2015), le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne sont les pays européens dans lesquels la fréquence de communication de RNGAAP est la plus importante. Au Royaume-Uni, la divulgation de RNGAAP est loin d'être une pratique récente. Selon Choi et Young (2015), celle-ci concerne 80 % des entreprises, tous secteurs confondus. Par ailleurs, Choi et al. (2007) constatent que la communication de ces indicateurs a bondi de près 40 % entre 1993 et 2001.

⁵⁹ Les différences de résultats entre Bentley et al. (2018) et Black et al. (2018) sont dus à des méthodes de collecte des RNGAAP différentes. Tandis que les premiers ont utilisé un algorithme de recherche par mots-clés, les seconds ont collecté à la main chaque RNGAAP au sein des communiqués. Aussi, cette dernière méthode permet la collecte de RNGAAP la plus exhaustive.

⁶⁰ PwC (2019). Non-GAAP measures and the ongoing Dialogue <https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/in-the-loop/non-gaap-measures.pdf>

En Allemagne, les entreprises semblent relativement moins enclines à communiquer des RNGAAP. L'étude de Hitz (2010) révèle qu'un peu moins de la moitié des entreprises de l'indice DAX ont communiqué ces indicateurs entre 2005 et 2006. Par ailleurs, certains pays européens semblent très peu concernés par la divulgation de RNGAAP : c'est le cas par exemple de l'Espagne et de l'Italie (Clinch et al., 2019). En France, l'étendue de la communication de RNGAAP reste peu documentée.

A notre connaissance, seule deux études se sont spécifiquement focalisées sur ce contexte. Entre 1996 et 2006, Aubert (2010) constate qu'une faible proportion d'entreprises communique ces indicateurs. Toutefois, celui-ci note une sensible augmentation dans la fréquence de communication de RNGAAP à partir du début des années 2000. Plus récemment, l'étude de Jeanjean et al. (2018) suggère une nette augmentation dans la fréquence de divulgation de RNGAAP entre 2007 et 2015, celle-ci ayant plus que doublé sur cette période. Dans l'ensemble, ces résultats viennent confirmer l'importance de cette pratique en France.

Enfin, la littérature met en évidence la communication de RNGAAP dans plusieurs autres pays tels que le Canada (Cormier et al., 2011 ; Cormier et al., 2017, 2020), l'Afrique du Sud (Venter et al., 2014), l'Australie (Cameron et al., 2012 ; Malone et al., 2016) et la Nouvelle-Zélande (Rainsbury, 2017). Finalement, Clinch et al. (2019) ont documenté la divulgation de RNGAAP dans des pays asiatiques tels que Hong-Kong et Singapour⁶¹.

1.2. Le choix d'indicateurs

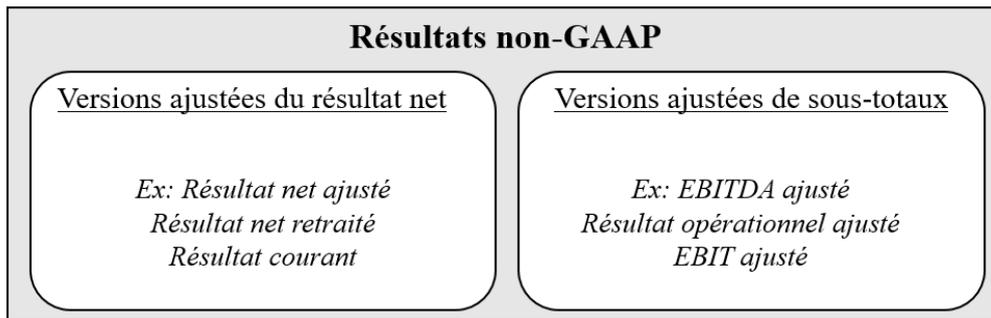
Outre la décision de communiquer (ou ne pas communiquer) des RNGAAP, les dirigeants ont la possibilité de choisir quel(s) type(s) d'indicateur(s) ils souhaitent divulguer en marge des états financiers. Dans la mesure où les RNGAAP ne font l'objet d'aucune norme précise, il existe autant de types de RNGAAP que de dénominations utilisées par les entreprises lorsqu'ils les communiquent. Toutefois, la littérature fait ressortir deux principales catégories de RNGAAP (Hitz, 2010 ; Isidro et Marques, 2015 ; Clinch et al., 2019).

La première catégorie regroupe les RNGAAP *stricto-sensu*, qui correspondent au résultat net comptable (« *bottom line* ») retraité des charges et produits considérés comme non-récurrents. Ces indicateurs incluent l'ensemble des résultats dont la dénomination renvoie explicitement au résultat GAAP. Par exemple, Cameron et al. (2012) constatent que les entreprises

⁶¹ Les travaux portant sur les déterminants de la divulgation de RNGAAP seront présentés dans la section 2 de ce chapitre.

Australiennes communiquent très fréquemment des indicateurs qualifiés de « *résultat sous-jacent* », « *résultat net après impôt retraité* » ou « *résultat net normalisé* ». La deuxième catégorie regroupe les indicateurs correspondant aux sous-totaux issus du compte de résultat, eux-mêmes retraités des éléments considérés comme non-récurrents. Ces indicateurs incluent les versions ajustées de l'EBITDA, de l'EBIT et / ou du résultat opérationnel (ex : EBITDA ajusté, EBITDA retraité, EBIT courant, etc.)^{62 63}. La figure 8 présente ces deux catégories de RNGAAP.

Figure 8. Catégories de RNGAAP



La littérature fait état d'une grande diversité d'indicateurs utilisés par les entreprises. Aux États-Unis, Marques (2006) constate que les RNGAAP dérivés du résultat net sont les plus fréquemment communiqués⁶⁴. Cependant, les RNGAAP dérivés de l'EBITDA sont également très populaires (Cormier et al., 2017 ; Bouwens, 2019). Selon Bouwens (2019), la divulgation de ces types d'indicateurs par les entreprises du S&P500 est passée de 6,6 % en 2005 à 23,5 % en 2016.

En Europe, les RNGAAP dérivés du résultat net représentent environ 70 % des RNGAAP communiqués (Isidro et Marques, 2015). Toutefois, de fortes disparités existent selon les pays. Ainsi, Clinch et al. (2019) montrent que les RNGAAP dérivés du résultat net sont particulièrement utilisés dans les pays anglo-saxons (ex : Royaume-Uni) tandis que les RNGAAP dérivés de sous-totaux du compte de résultat sont privilégiés dans les pays de droit civil (ex : France, Allemagne). Au Royaume-Uni, les entreprises communiquent principalement des RNGAAP « par action » (Choi et al., 2007). Hitz (2010) constate qu'en Allemagne, les

⁶² *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)*, *Earnings Before Interests and Taxes (EBIT)*.

⁶³ Certaines études considèrent les sous-totaux issus du compte de résultat (résultat opérationnel, EBITDA) comme des RNGAAP. Par ailleurs, des études (ex : Marques, 2006) considèrent l'ensemble des indicateurs alternatifs de performance. Conformément à la définition des RNGAAP mobilisée dans cette thèse, nous faisons abstraction de ces indicateurs dans cette revue de littérature.

⁶⁴ Marques (2006) constate que le « *résultat net ajusté* » et le « *résultat net des activités poursuivies* » sont les indicateurs les plus divulgués.

indicateurs les plus utilisés sont l'« *EBIT ajusté* » et l'« *EBITDA ajusté* ». En France, les RNGAAP les plus communiqués sont les versions ajustées du résultat opérationnel suivis par les versions ajustées du résultat net (Clinch et al., 2019). Au contraire, les RNGAAP dérivés de l'EBTDA sont beaucoup moins fréquemment divulgués (Cormier et al., 2020).

Dans la pratique, les dirigeants divulguent la plupart du temps plusieurs types de RNGAAP pour une même période. Aux États-Unis, la communication simultanée de plusieurs RNGAAP concerne 45 % des entreprises du S&P500 (Marques, 2006). Une étude du cabinet PwC révèle que les entreprises de l'indice S&P500 ont divulgué en moyenne sur l'année 2018 6 indicateurs différents⁶⁵. En Europe, les entreprises font également une utilisation extensive de ces indicateurs : les entreprises communiquent en moyenne trois RNGAAP pour une même période (Isidro et Marques, 2015).

Résumé de la sous-section 1

La divulgation volontaire de RNGAAP constitue aujourd'hui une pratique courante pour la plupart des entreprises cotées. Au cours des deux dernières décennies, la fréquence de communication de RNGAAP n'a cessé de croître, aux États-Unis comme en Europe. Malgré le peu de travaux académiques existants, la France semble particulièrement concernée par la divulgation de ces indicateurs. Outre le choix de (ne pas) communiquer, les bornes de la normalisation comptable laissent aux dirigeants la possibilité d'ajuster à leur souhait le volume et / ou la typologie de leur communication. Bien que certains indicateurs semblent être particulièrement privilégiés, les dirigeants ont une utilisation extensive des RNGAAP, communiquant fréquemment plusieurs indicateurs à la fois.

2. Dimension liée au calcul des RNGAAP

Le calcul des RNGAAP constitue également une dimension importante de la communication de RNGAAP. De ce choix dépend à la fois la typologie (2.1.) et l'ampleur (montant exclu) des retraitements non-GAAP utilisés par ces derniers (2.2.).

2.1. Typologie des retraitements non-GAAP

Les dirigeants utilisent une grande diversité de retraitements lorsqu'ils calculent les RNGAAP. Une partie de ces retraitements correspond à des éléments qualifiés par la littérature de non-récurrents. Ces derniers sont censés représenter des charges et / ou produits de nature transitoire

⁶⁵ PwC (2019). Non-GAAP measures and the ongoing Dialogue
<https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/in-the-loop/non-gAAP-measures.pdf>

sans rapport avec l'activité normale de l'entreprise. C'est le cas des charges de restructuration et / ou de fusion, des dépenses d'acquisition, des plus ou moins-values sur la cession d'actifs ou des provisions pour litiges avec des tiers (Bhattacharya et al., 2004 ; Nichols et al., 2005 ; Black et Christensen, 2009 ; Black et al., 2018).

Dans le même temps, la littérature documente également l'utilisation par les dirigeants de retraitements liés au fonctionnement courant de l'entreprise. Les charges d'amortissement et / ou de dépréciation sont par exemple parmi les plus fréquemment exclues du calcul des RGAAP, tout comme certaines dépenses de recherche et développement (Bhattacharya et al., 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Black et al., 2018 ; Bouwens, 2019). Certaines entreprises vont même jusqu'à exclure les dépenses liées à la rémunération des dirigeants : la valeur des *stock-options* attribués aux dirigeants fait ainsi l'objet de retraitements spécifiques (Bhattacharya et al., 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Barth et al., 2012 ; Black et al., 2018)⁶⁶. Finalement, certains retraitements sont relatifs à des éléments de nature financière. Il peut s'agir par exemple des variations de valeur des instruments financiers ou des écarts de change liés aux opérations en devises étrangères (Nichols et al., 2005 ; Black et Christensen, 2009). La nature (récurrente ou non-récurrente) de ces éléments est plus compliquée à déterminer et dépend fortement du secteur et / ou de l'activité de l'entreprise.

Aux États-Unis, l'utilisation des retraitements non-GAAP a évolué au cours des vingt dernières années. En 2003, la mise en place de la Reg. G. s'est traduite à court terme par une diminution dans l'utilisation par les dirigeants de retraitements récurrents, tels que les dépréciations et / ou les charges liées à la rémunération en actions (Heflin et Hsu, 2008 ; Black et al., 2017). A contrario, d'autres retraitements sont devenus bien plus fréquents avec le temps. Dans une étude menée entre 2009 et 2014, Black et al. (2018) constatent par exemple que les retraitements liés aux charges de restructuration et / ou à l'acquisition d'entreprises sont parmi les plus utilisés.

Les travaux conduits en dehors du contexte nord-américain documentent des pratiques relativement similaires (Choi et al., 2007 ; Hitz, 2010 ; Malone et al., 2016 ; Clinch et al., 2019). Étudiant un échantillon de 8 pays au niveau international, Clinch et al. (2019) montrent qu'en moyenne, les charges liées à la dépréciation des écarts d'acquisition et les charges de restructuration / réorganisation sont parmi les plus fréquemment exclues du calcul des RGAAP⁶⁷. Toutefois, il existe des disparités dans l'utilisation de ces retraitements entre

⁶⁶ Les *stock-options* sont des actions attribuées aux dirigeants cadres d'une entreprise à un prix inférieur à celui du marché et pouvant être cédées par ces derniers dans le but de réaliser une plus-value. En comptabilité, ces dépenses sont enregistrées comme des charges de personnel.

⁶⁷ Ces pays sont l'Australie, la France, l'Allemagne, Hong Kong, l'Italie, Singapour, la Suède et le Royaume-Uni.

différents pays. Les auteurs constatent par exemple que les charges liées aux fusions représentent 50 % des retraitements en Suède contre seulement 2 % à Hong-Kong. Au Royaume-Uni, les retraitements les plus fréquemment utilisés sont les plus et moins-values sur la cession d'actifs et les dépréciations liées aux écarts d'acquisition (Choi et al., 2007). Enfin, il semble que les entreprises françaises excluent principalement du calcul des RNGAAP des charges de dépréciations (Clinch et al., 2019). Enfin, en Allemagne, Hitz (2010) constate que les charges de restructuration et les dépenses liées aux acquisitions représentent la moitié des ajustements effectués par les entreprises.

Comme le soulignent Clinch et al. (2019), les différences en terme d'utilisation des retraitements non-GAAP reflètent les pratiques propres à chaque pays tout comme l'influence de la normalisation comptable. Par exemple, l'introduction de la norme SFAS 123R par le FASB en 2004, imposant l'enregistrement des *stock-options* en charges, s'est traduite aux États-Unis par une augmentation de l'exclusion de ces dépenses du calcul des RNGAAP (Barth et al., 2012).

2.2. Ampleur des retraitements non-GAAP

L'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants est également considérable. Aux États-Unis, ces retraitements présentent en moyenne un montant de plus de 1 euros par action (Black et al., 2018). Selon Malone et al. (2016), les retraitements non-GAAP représentent 55 % du montant du résultat GAAP préparé selon le référentiel IFRS. Par ailleurs, ces ajustements concernent principalement des charges, ce qui se traduit ainsi par la communication de RNGAAP d'un montant supérieur à celui du résultat GAAP (Choi et al., 2007 ; Aubert, 2010 ; Black et al., 2018)⁶⁸. Au Royaume-Uni, 73 % des retraitements non-GAAP utilisés se traduisent par une augmentation du RNGAAP (Choi et al., 2007).

Dans le contexte français, plus de 85 % des RNGAAP divulgués sont supérieurs au résultat GAAP (Jeanjean et al., 2018). Toutefois, il arrive que des entreprises excluent également des produits lorsqu'ils calculent ces indicateurs, ces derniers devenant alors inférieurs au résultat GAAP (Curtis et al., 2014 ; Baumker et al., 2014). Clinch et al. (2019) notent que l'exclusion de charges de dépréciation et de restructuration a principalement pour effet d'accroître le montant des RNGAAP divulgués. A contrario, l'exclusion de plus ou moins-values sur la

⁶⁸ Mécaniquement, l'exclusion de charges (diminuant le résultat GAAP) a pour effet d'accroître le RNGAAP tandis que l'exclusion de produits (augmentant le résultat GAAP) se traduit par une diminution du RNGAAP.

cession d'actifs ou des ajustements de juste valeur liés aux actifs financiers se traduit le plus souvent par une diminution des RNGAAP communiqués. Aux États-Unis, Black et al. (2018) ont constaté une augmentation de l'ordre de 40 % de l'ampleur des retraitements non-GAAP entre 2009 et 2014. Cette évolution est principalement le fait d'un accroissement de l'exclusion d'éléments qualifiés de non-récurrents (ex : dépenses d'acquisition, charges de restructuration). Toutefois, l'ampleur de certains retraitements qualifiés de récurrents, tels que les charges liées à la rémunération en actions a également augmenté au cours du temps.

Résumé de la sous-section 2

Le calcul des RNGAAP est à la libre discrétion des dirigeants. Ces indicateurs sont retraités d'une grande diversité de charges et de produits, considérés par ces derniers comme étant de nature transitoire et sans rapport avec l'activité normale de l'entreprise. Toutefois, il semble qu'une part significative des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants corresponde à des éléments récurrents, dont l'exclusion apparaît moins justifiée. Par ailleurs, ces retraitements représentent une ampleur considérable et se traduisent pour la plupart d'entre eux par un accroissement du montant des RNGAAP communiqués et d'un écart conséquent avec les résultats issus de l'information réglementée.

3. Dimension liée à la présentation des RNGAAP

Enfin, la présentation des RNGAAP au sein de la communication financière constitue une dimension à part entière de la divulgation de ces indicateurs. La présentation des RNGAAP regroupe principalement : le choix des vecteurs de communication (3.1.), la transparence de communication des RNGAAP (3.2.) et l'utilisation de stratégies discursives par les dirigeants, notamment *via* le concept de prééminence (3.3.).

3.1. Les vecteurs de communication

Les dirigeants ont la possibilité de communiquer les RNGAAP *via* différents vecteurs. Dans la plupart des cas, ces indicateurs sont divulgués dans les communiqués de résultats préliminaires de l'entreprise arrêtés par le conseil d'administration (Lougee et Marquardt, 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Aubert, 2010 ; Hitz, 2010 ; Leung et Veenman, 2018). Ces communiqués de presse constituent un vecteur privilégié des entreprises dans la mesure où ils leur permettent

de divulguer ces indicateurs dans un timing relativement restreint⁶⁹ ⁷⁰. Les RNGAAP sont également communiqués directement au sein des rapports annuels faisant suite à la certification des états financiers par les auditeurs (Choi et al., 2007 ; Choi et Young, 2015 ; Malone et al., 2016 ; Cormier et al., 2017). En outre, un nombre croissant d'entreprises divulguent ces indicateurs dans le cadre d'opérations d'introductions en bourse. Aux États-Unis, Brown et al. (2020) constatent que la part de prospectus incluant un RNGAAP est passée de 22 % en 2003 à 61 % en 2012. Enfin, ces indicateurs peuvent être communiqués à l'oral, à l'occasion de conférences téléphoniques tenues avec certains investisseurs et /ou analystes financiers (« *conference calls* »). Ces conférences viennent compléter l'information issue des états financiers et permettent aux dirigeants de commenter les indicateurs issus de la communication volontaire tels que les prévisions de résultats et / ou les RNGAAP (Christensen et al., 2011 ; Henry et al., 2020).

En marge des vecteurs de communication traditionnels, les réseaux sociaux deviennent des supports de plus en plus privilégiés par les entreprises (Cade, 2018). En effet, ces derniers permettent de capter l'attention d'une large audience dans un laps de temps très réduit et à faible coût. Selon Jung et al. (2018), approximativement un tiers des entreprises du S&P 1500 utilisent les réseaux pour disséminer de l'information financière. Ainsi, Facebook et Twitter sont fréquemment utilisés pour communiquer des RNGAAP sous la forme d'images (Brown et al., 2019).

3.2. La transparence de communication

Les dirigeants peuvent également moduler la transparence avec laquelle les RNGAAP sont communiqués. Dans son acceptation la plus large, la transparence renvoie au fait pour une entreprise de dévoiler de l'information (Bushman et al., 2004)⁷¹. Toutefois, la transparence peut également désigner la caractéristique d'une donnée ou d'un ensemble de données chiffrées. Dans ce dernier sens, cette transparence n'est plus seulement associée à la circulation de

⁶⁹ Ces communiqués sont publiés sur une base trimestrielle, semestrielle et / ou annuelle selon les obligations prescrites par les autorités de régulation compétentes.

⁷⁰ Depuis 2014, l'obligation de publier une information financière trimestrielle pour les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé a été supprimée par l'AMF. Néanmoins, les émetteurs qui le souhaitent peuvent toujours décider de publier volontairement une information financière trimestrielle ou intermédiaire, voire des comptes trimestriels ou intermédiaires.

⁷¹ Bushman et al. (2004) définissent la transparence financière comme la « *disponibilité d'informations relative à une entreprise aux destinataires de celles-ci* ».

l'information mais à l'information elle-même (Barth et Schipper, 2008)⁷². Rapportée aux RNGAAP, la transparence de communication correspond ainsi au niveau de détails fourni par les dirigeants et susceptible de faciliter leur compréhension par les utilisateurs (Bhattacharya et al., 2003 ; Hitz, 2010 ; Zhang et Zheng, 2011 ; Aubert et Grudnitski, 2014)⁷³.

Les premiers travaux académiques conduits aux États-Unis révèlent une certaine opacité dans la manière avec laquelle sont communiqués les RNGAAP. En effet, certaines entreprises communiquent des RNGAAP sans en expliquer les modalités de calcul tandis que d'autres se contentent d'indiquer les types d'ajustements effectués sans en indiquer le montant exact (Bhattacharya et al., 2003 ; Rainsbury, 2017). Finalement, certaines entreprises excluent des éléments des RNGAAP tout en restant vague sur leur véritable nature (ex : qualifiés de « *autres éléments non récurrents* » ou « *autres charges et produits non courants* »). Ainsi, Bhattacharya et al. (2004) constatent que plus de 15 % de ces retraitements correspondent à des ajustements qui ne sont pas clairement explicités. Plus récemment, Rainsbury (2017) montre que près de la moitié des ajustements effectués par les entreprises ne sont pas directement rattachables aux états financiers des entreprises, les rendant ainsi opaques pour les utilisateurs de l'information financière.

D'autres études mettent en évidence une plus grande transparence de la part des entreprises. Zhang et Zheng (2011) constatent que la plupart des entreprises donnent des explications quant aux retraitements effectués. Ainsi, 40 % de celles-ci communiquent un compte de résultat « ajusté » tandis que 32 % expliquent de façon narrative le type et l'ampleur des éléments exclus du calcul de ces indicateurs. Par ailleurs, certaines entreprises expliquent dans le détail la façon dont les RNGAAP ont été calculés en fournissant un rapprochement (ou réconciliation) de ces indicateurs avec le résultat GAAP. La figure 9 présente un exemple de réconciliation numérique d'un RNGAAP avec le résultat GAAP.

En Australie, la plupart des entreprises fournissent une réconciliation complète des RNGAAP divulgués (Cameron et al., 2012 ; Malone et al., 2016). Malone et al. (2016) montrent par exemple que plus de 90 % des entreprises expliquent dans le détail les retraitements non-GAAP utilisés. Aux États-Unis, les travaux de Nichols et al. (2005), Heflin et Hsu (2008) et Marques

⁷² La transparence est un concept largement mobilisé en sciences de gestion. Pour une revue de la littérature, voir (Schnackenberg et Tomlinson, 2016).

⁷³ Par exemple, Zhang et Zheng (2011) ont mesuré la transparence par un score dont les modalités représentent le niveau de détail relatifs aux RNGAAP et présents au sein des communiqués de presse : (0) aucune information, (1) information sur les types d'ajustements, (2) information sur les types et l'ampleur des ajustements, (3) présence d'un compte de résultat « non-GAAP » et (4) présence d'un tableau de réconciliation.

(2010) mettent en évidence une amélioration de la transparence de communication des RNGAAP à la suite de la mise en place de la Reg. G.

Figure 9. Réconciliation numérique du RNGAAP de l'entreprise Ubisoft

En million d'euros, à l'exception des données par action	2016-17		
	IFRS	Ajustements	Non-IFRS
Chiffres d'affaires	1 459,9		1 459,9
Charges opérationnelles totales	(1 284,1)	61,9	(1 222,2)
Rémunérations payées en actions	(36,8)	36,8	0,0
Dépréciation de goodwill / marques	(25,1)	25,1	0,0
Résultat Opérationnel	175,8	61,9	237,7

Source : Communiqué de résultats annuels 2016-2017 de la société Ubisoft SA.
https://www.ubisoft.com/fr-FR/groupe/espace_investisseurs/resultats_et_chiffre_d_affaires.aspx

Par exemple, Marques (2010) montre que la part d'entreprises fournissant une réconciliation complète des RNGAAP est passée de 27 % en 2001 à 74 % en 2003. En outre, l'intervention du secteur immobilier a eu un impact considérable sur la manière de présenter les RNGAAP pour les entreprises concernées : les recommandations émises par le NAREIT et relatives au « *Funds From Operations* » ont contribué à une amélioration de la transparence de divulgation de ces indicateurs (Baik et al., 2008).

En Europe, très peu de travaux permettent de rendre compte de la transparence de communication des RNGAAP. En Allemagne, moins d'un tiers des entreprises cotées fournissent une réconciliation complète des RNGAAP tandis que 20 % de celles-ci ne fournissent aucune explication quant aux retraitements effectués (Hitz, 2010). Les mêmes résultats sont constatés en France, où Aubert (2010) constate un faible niveau de transparence sur la période 1996-2006. Toutefois, la transparence de communication semble s'être améliorée au cours des dernières années. Sur la période 2009-2011, Aubert et Grudnitski (2014) constatent ainsi que 89 % des grandes entreprises européennes expliquent à la fois les types et l'ampleur des retraitements utilisés. A contrario, seulement 5 % de celles-ci communiquent ces indicateurs de manière opaque. Enfin, bien que les orientations de l'ESMA imposent aux

entreprises la présence d'une réconciliation numérique, aucune étude ne s'est intéressée à ce jour à l'impact de celles-ci sur la transparence de communication des RNGAAP.

3.3. La mise en avant (ou « proéminence ») des RNGAAP

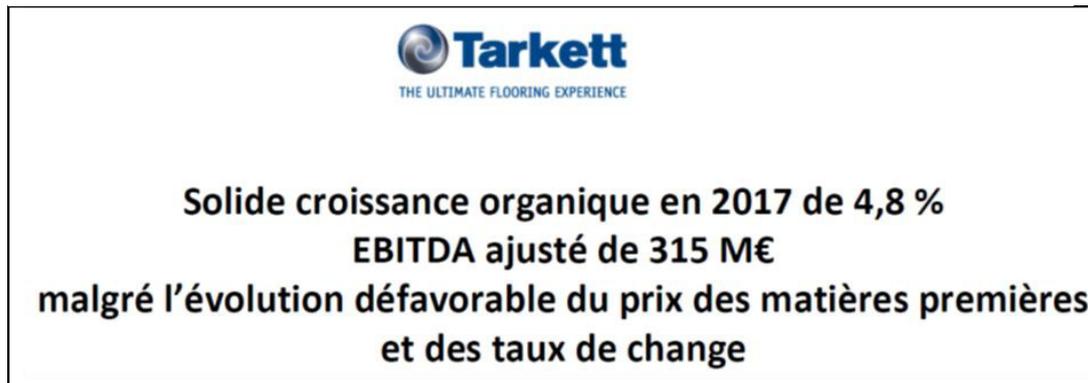
Enfin, les entreprises ont la possibilité de présenter les RNGAAP de manière à les rendre plus visibles pour les investisseurs. La proéminence est définie comme « *la mise en relief d'un élément donné par rapport à ce qui l'environne* » (Larousse). Dans le champ comptable et financier, la proéminence peut être un moyen pour les dirigeants d'attirer et / ou de détourner l'attention des utilisateurs sur une information particulière (Libby et Emett, 2014). Plus globalement, la proéminence s'inscrit dans les stratégies discursives des entreprises (« *discretionary narrative disclosures* »), lesquelles correspondent à l'ensemble des techniques liées à la présentation et / ou narration de l'information mises en œuvre par les entreprises en marge des états financiers (Merkl-Davies et Brennan, 2007 ; Merkl-Davies et Brennan, 2017)⁷⁴. Ne faisant pas l'objet de normes comptables spécifiques, les RNGAAP laissent une latitude considérable aux dirigeants dans l'utilisation de telles stratégies.

Tout d'abord, les dirigeants accordent une place relativement plus importante aux RNGAAP (par rapport au résultat GAAP) dans leur communication financière (Bhattacharya et al., 2003 ; Bowen et al., 2005 ; Marques, 2010 ; Cameron et al., 2012 ; Chen et al., 2020 ; Henry et al., 2020). Au début des années 2000, Zhang et Zheng (2011) constatent que 81,5 % des entreprises américaines présentent les RNGAAP avant le résultat GAAP au sein des communiqués de presse. Plus généralement, les dirigeants ont tendance à sélectionner l'indicateur (résultat GAAP ou RNGAAP) dépeignant l'image la plus favorable pour l'entreprise (Bowen et al., 2005 ; Bentley et al., 2019). Enfin, Marques (2010) constate que beaucoup d'entreprises incluent des RNGAAP directement dans le titre du communiqué de résultats sans faire mention du résultat GAAP directement comparable⁷⁵. La figure 10 présente l'en-tête du communiqué de résultats de l'entreprise Tarkett, dans lequel le RNGAAP (« *EBITDA ajusté* ») est divulgué de façon proéminente.

⁷⁴ Bien que le terme « discursif » renvoie explicitement à l'utilisation de discours, Merkl-Davies et Brennan (2007) considèrent que ces stratégies incluent également les techniques portant sur la présentation des chiffres comptables eux-mêmes.

⁷⁵ Marques (2010) mesure l'emphase de RNGAAP par l'utilisation d'une échelle à 6 modalités où 1 correspond à la non communication de RNGAAP et 6 à la présence d'un RNGAAP dans le titre du communiqué de presse.

Figure 10. En-tête du communiqué de résultats annuels de Tarkett SA



Suite aux interventions de la SEC aux États-Unis, les entreprises ont modifié leur façon de présenter les RNGAAP. Marques (2010) constate ainsi qu'après 2001, les entreprises sont moins à même de présenter les RNGAAP de cette façon. Dans le même temps, celles-ci semblent accorder une plus grande importance aux résultats issus de l'information règlementée. Toutefois, les travaux récents suggèrent une recrudescence de cette pratique. Entre 2003 et 2016, la part de RNGAAP présentée avant le résultat GAAP au sein des communiqués de presse passe ainsi de 20 % à 35 % (Chen et al., 2020). Les travaux conduits dans des contextes différents font le même constat. Par exemple, Malone et al. (2016) montrent que les entreprises australiennes divulguant des RNGAAP présentent ces indicateurs avant les résultats issus de l'information règlementée dans 80 % des cas. Des résultats similaires sont constatés en Nouvelle-Zélande par Rainsbury (2017).

La prééminence peut également résulter de l'utilisation de techniques de manipulation visuelle. Marques (2010) montre ainsi que les entreprises ont tendance à utiliser des caractères de plus grande taille au sein des communiqués de presse lorsqu'elles divulguent des RNGAAP. Par ailleurs, les dirigeants n'hésitent pas à utiliser des artefacts visuels relatifs aux RNGAAP communiqués. Ces dernières incluent par exemple des graphiques ou des images au sein des communiqués de résultats dans le but de capter l'attention des investisseurs (Dilla et al., 2013 ; Brown et al., 2019). L'utilisation par les entreprises des réseaux sociaux facilite ces procédés (Cade, 2018). Ainsi, Brown et al. (2019) constatent que Twitter est un vecteur privilégié pour la communication de RNGAAP sous la forme d'images.

Enfin, l'utilisation du discours en marge des chiffres communiqués peut être un moyen de mettre en avant l'information comptable (Abrahamson et Amir, 1996 ; Godfrey et al., 2003 ; Cho et al., 2010 ; Carlos et Lewis, 2018). Ainsi, le ton utilisé pour qualifier les RNGAAP (positif ou négatif) ainsi que la répétition de qualificatifs désignant ces indicateurs est

susceptible d'accentuer le message porté par l'entreprise au-delà des chiffres eux-mêmes. Aux États-Unis, Bouwens (2019) constate que les entreprises ont tendance à divulguer des RNGAAP dérivés de l'EBITDA de façon répétée au sein des rapports annuels : 15 % des entreprises mentionnent ces indicateurs trois fois tandis 7,5 % les mentionnent plus de dix fois. Dans le contexte français, Michaïlesco (2017) montre ainsi que les dirigeants ont tendance à employer des adjectifs, des superlatifs et des adverbes spécifiques visant à mettre en avant les RNGAAP au détriment de l'information règlementée. Dans une étude menée sur plusieurs pays européens, Guillamon-Saorin et al. (2017) ont mesuré plus globalement l'utilisation d'un ensemble de techniques discursives associées à la divulgation de RNGAAP : la tonalité, la prééminence et la comparaison de performance. Leurs résultats révèlent que la France et le Royaume-Uni comptent parmi les pays dans lesquels l'utilisation de cette technique est la plus prononcée. A contrario, l'Irlande et la Hongrie sont les pays dans lesquels la divulgation de RNGAAP est la plus neutre.

Résumé de la sous-section 3

La façon de présenter les RNGAAP constitue une dimension importante de la divulgation de ces indicateurs. Ces stratégies incluent le support (ou vecteur) de communication, la transparence de communication ainsi que la prééminence avec laquelle les RNGAAP sont présentés par les dirigeants. La littérature fait ainsi état d'une forte hétérogénéité de pratiques par les entreprises, susceptibles de refléter des motivations diverses de la part de ces dernières.

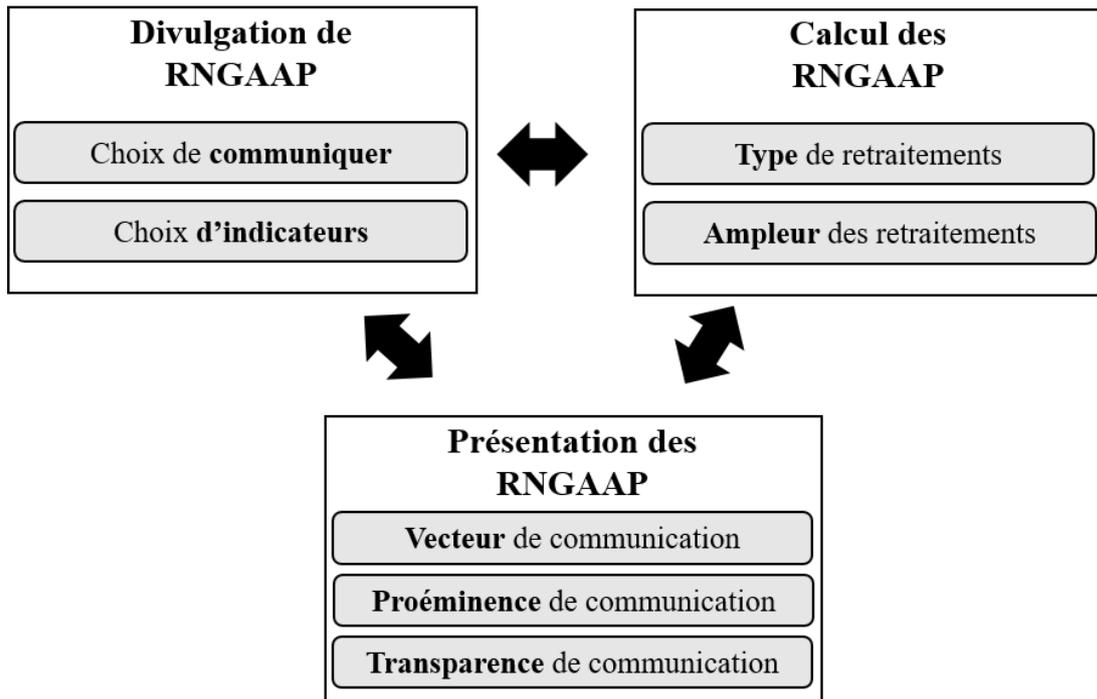
Conclusion de la section 1

L'objectif de cette première section était de présenter un état des lieux des stratégies de communication de RNGAAP adoptées par les dirigeants. Une revue de la littérature nous a permis de mettre en évidence trois dimensions constitutives de ces stratégies : (i) une dimension relative à la divulgation de RNGAAP en tant que telle, (ii) une dimension relative au calcul de ces indicateurs et (iii) une dimension relative à la présentation des RNGAAP dans la communication financière des entreprises. Ces dimensions, dont l'articulation est présentée dans la figure 11, attestent de la grande latitude dont disposent les dirigeants lorsqu'ils communiquent ces indicateurs. En ce sens, elles permettent d'expliquer l'hétérogénéité des pratiques de communication observées dans la littérature. Toutefois cet état des lieux nous a permis d'identifier certaines voies de recherche qui mériteraient de faire l'objet d'une plus grande attention.

Tout d'abord, la littérature peine à rendre compte de la divulgation de RNGAAP de façon globale. En effet, la plupart des travaux présentés plus haut étudient ces dimensions de façon isolée sans forcément parvenir à les mettre en perspective les unes avec les autres. Pourtant, celles-ci sont susceptibles de se compléter pour constituer une politique de communication à part entière. Par exemple, peu de travaux ont étudié les spécificités attachées aux différents types d'indicateurs communiqués et leur interaction avec d'autres composantes de la divulgation de RNGAAP (Black et al., 2018). Plus spécifiquement, certaines dimensions demeurent peu ou pas étudiées : c'est notamment le cas de la présentation de RNGAAP et plus spécifiquement de la prééminence accordée à ces indicateurs dans la communication financière des entreprises. Enfin, malgré l'étendue des travaux académiques existants, les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français demeurent également peu étudiées.

Ces stratégies n'étant pas neutres, il convient maintenant de présenter un cadre d'analyse nous permettant d'expliquer ce qui les motive.

Figure 11. Les dimensions des stratégies de divulgation de RNGAAP



Section 2. Les motivations de la divulgation de RNGAAP

L'objectif de cette section est de présenter un cadre théorique adapté à l'étude des motivations associées à la communication de RNGAAP, dont plusieurs théories permettent d'expliquer le caractère volontaire (Clarkson et al., 2008 ; Merkl-Davies et Brennan, 2017). Dans cette thèse, nous mobiliserons deux théories d'inspiration économique largement utilisées en sciences de gestion : la théorie du signal et la théorie de l'agence (Akerlof, 1970 ; Jensen et Meckling, 1976). Celles-ci considèrent la divulgation volontaire d'information comme un moyen de réduire et / ou d'exploiter l'asymétrie d'information en prenant en compte le fait que les individus cherchent à maximiser leur utilité (Eisenhardt, 1989). Dans la mesure où les RNGAAP sont des indicateurs de nature financière dont les principaux destinataires sont les investisseurs (cf. chapitre 1), un tel cadre nous semble pertinent. Après avoir présenté chacune de ces théories (1.), nous justifierons leur pertinence pour expliquer les logiques sous-jacentes aux stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées par les dirigeants (2.).

1. Cadre théorique : la divulgation volontaire d'information

Dans cette sous-section, nous présenterons le cadre théorique mobilisé dans ce travail doctoral. À travers la littérature sur la divulgation volontaire d'information, nous présenterons tour à tour l'intérêt de mobiliser : la théorie du signal (1.1.) et la théorie de l'agence (1.2.).

1.1. Théorie du signal : la divulgation volontaire comme signal de qualité de l'entreprise

La théorie du signal repose sur l'existence d'une asymétrie d'information entre différents acteurs sur un marché : les « *insiders* » (vendeurs) et les « *outsiders* » (acheteurs). Contrairement aux seconds, les premiers détiennent l'essentiel de l'information sur les caractéristiques et la qualité du produit (Spence, 1973). Cette asymétrie est susceptible de conduire les « *outsiders* » à choisir les produits de basse qualité sans en avoir connaissance : c'est le problème de sélection adverse. Cette situation rend nécessaire l'émission de signaux des vendeurs de biens de bonne qualité pour se distinguer des vendeurs de biens de mauvaise qualité (Akerlof, 1970)⁷⁶. Cependant, ces mauvais vendeurs peuvent être tentés d'émettre des

⁷⁶ En économie, un signal est une information donnée par un émetteur qui aide le récepteur à prendre une décision.

informations trompeuses pour faire croire qu'ils appartiennent également au groupe des bons vendeurs. Pour éviter un tel phénomène, il faut rendre l'envoi de signaux coûteux (i.e. crédibles) et pénaliser la diffusion de fausses informations (Spence, 1973)⁷⁷. Au sein d'une entreprise, la situation est similaire. Les dirigeants disposent d'informations privilégiées sur la situation de l'entreprise (stratégie, finance, etc.) et ses perspectives futures. Dans ce cadre, la divulgation volontaire d'information est un moyen pour les dirigeants de révéler la qualité de l'entreprise, c'est-à-dire la capacité (inobservable) de celle-ci à générer des flux de trésorerie dans le futur. Cette communication volontaire est supposée réduire l'asymétrie d'information et faciliter l'allocation des ressources (Healy et Palepu, 2001). En conséquence, des travaux ont tenté de mettre en évidence les facteurs expliquant la décision des dirigeants de divulguer ou non une information à leur connaissance et les conséquences de telles décisions sur l'allocation des ressources.

Tout d'abord, la nature favorable des informations à disposition des dirigeants peut inciter ces derniers à les communiquer (Penman, 1980 ; Milgrom, 1981 ; Verrecchia, 1983 ; Prophan et Harris, 1989 ; Miller, 2002)⁷⁸. Cela leur permet de se distinguer de leurs concurrents dans le but d'attirer de nouveaux financements (Frankel et al., 1995 ; Brown et al., 2020) et / ou dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions (Brennan, 2000 ; Nègre et Martinez, 2013 ; Nègre, 2014). Cependant, la divulgation de nouvelles défavorables peut également être rendue nécessaire afin de sauvegarder l'image et / ou la réputation de l'entreprise (Skinner, 1994 ; Trueman, 1997). C'est notamment le cas lorsque le risque de litiges avec les actionnaires est important. Skinner (1994) constate par exemple que les entreprises ont tendance à anticiper l'annonce des mauvais résultats afin d'éviter une sanction plus lourde du marché lors de la publication des états financiers. D'autres travaux suggèrent que la divulgation volontaire reflète plutôt la capacité des dirigeants à anticiper les changements relatifs à la performance survenus au sein de l'entreprise (Waymire, 1984 ; Trueman, 1986 ; Baginski et al., 2004 ; Hribar et Yang, 2016). Dans ce cadre, les entreprises ont intérêt à communiquer les bonnes comme les mauvaises nouvelles aux investisseurs, dans la mesure où celles-ci permettent de signaler la compétence de leurs dirigeants (Zhang et Wiersema, 2009).

⁷⁷ Selon Spence (1973), la crédibilité du signal dépend de son coût pour l'émetteur. Ainsi, sur le marché du travail, le fait de disposer d'un diplôme envoie un signal crédible aux employeurs dans la mesure où celui-ci est coûteux.

⁷⁸ Les premiers travaux théoriques postulent que les entreprises ont intérêt à dévoiler la totalité des informations dont ils ont connaissance, dans la mesure où la non communication peut être interprétée négativement par les investisseurs et se répercuter sur le cours de l'action (Ross, 1977 ; Grossman, 1981).

Malgré cela, les dirigeants n'ont pas nécessairement intérêt à communiquer toute l'information à leur disposition (Lev et Penman, 1990 ; Chen et al., 2011). Lorsque les investisseurs n'ont pas connaissance de l'existence d'une information, les dirigeants peuvent être tentés de ne pas leur communiquer celle-ci (Dye, 1985 ; Jung et Kwon, 1988)⁷⁹. De leur côté, les dirigeants ne sont pas forcément capables d'anticiper la réaction des investisseurs liée à la divulgation d'une information. Le choix des dirigeants peut ainsi résulter d'un arbitrage entre les conséquences (positives ou négatives) anticipées de cette même décision (Suijs, 2007). Dans la pratique, les dirigeants disposent d'une capacité d'apprentissage, ces derniers étant capables de réajuster leur communication en fonction de la réaction des investisseurs financiers observée au cours des périodes antérieures (Ajinkya et Gift, 1984 ; Dye et Sridhar, 2002 ; Langberg et Sivaramakrishnan, 2010 ; Wen, 2013)⁸⁰.

Par ailleurs, l'existence de coûts peut contraindre la décision des dirigeants à communiquer de l'information (Scott, 1994). Ces coûts peuvent être liés aux informations privées (« *proprietary costs* ») pouvant être exploitées par des concurrents (Verrecchia, 1983 ; Verrecchia, 1990)⁸¹. Darrough et Stoughton (1990) suggèrent par ailleurs que la communication de mauvaises nouvelles permet de décourager d'éventuels concurrents à entrer sur le marché. Par exemple, les entreprises opérant dans des secteurs peu compétitifs (i.e. inducteurs de coûts) sont moins à même de fournir de l'information sectorielle (Botosan et Stanford, 2005 ; Berger et Hann, 2007). En outre, celles-ci auront tendance à divulguer des prévisions de résultats plus pessimistes (Rogers et Stocken, 2005) et moins précises (Baginski et Hassell, 1997).

Finalement, certaines caractéristiques propres à l'entreprise peuvent favoriser ou / contraindre les dirigeants à divulguer de l'information (Pourtier, 2004). Ainsi, la taille de l'entreprise accroît l'asymétrie d'information et ainsi la nécessité pour les dirigeants de divulguer de l'information (Dumontier et Raffournier, 1999 ; Depoers, 2000a). Par ailleurs, l'application des normes comptables dans certains secteurs d'activité est susceptible de conduire à une sous-évaluation de l'entreprise : dans ce cadre, la communication d'informations supplémentaires peut s'avérer utile (Healy et Palepu, 1993 ; Lougee et Marquardt, 2004). Enfin, l'environnement réglementaire et institutionnel peut inciter et / ou contraindre la divulgation d'information. Par

⁷⁹ Dye (1998) suggère ainsi que la propension d'une entreprise à divulguer de l'information est positivement liée au degré de sophistication des investisseurs. Jung et Kwon (1988) suggèrent quant à eux que les dirigeants anticipent (retardent) la communication des nouvelles favorables (défavorables) dans le temps.

⁸⁰ Ajinkya et Gift (1984) révèlent par exemple que les dirigeants communiquent des bonnes (mauvaises) prévisions de résultats afin de corriger les anticipations pessimistes (optimistes) des investisseurs liés à l'émission de prévisions par les analystes financiers.

⁸¹ Par exemple, la communication des résultats financiers d'une entreprise en situation de monopole est particulièrement couteuse, car elle livre des informations stratégiques à d'éventuels nouveaux entrants.

exemple, Baginski et al. (2002) constatent que les prévisions de résultats émises par les dirigeants sont plus nombreuses et plus précises lorsque la pression légale est plus forte.

La littérature confirme les effets bénéfiques de la communication volontaire pour réduire l'asymétrie d'information (Leuz et Wysocki, 2016). La réduction de cette asymétrie a pour conséquence une diminution du coût du capital, facilitant ainsi l'accès des entreprises à de nouveaux financements (Frankel et al., 1995 ; Lang et Lundholm, 1996 ; Francis et al., 2008). Plus généralement, la réduction de l'asymétrie d'information facilite l'évaluation de l'entreprise par les investisseurs, ce qui se traduit par une amélioration de la liquidité des actions (Penman, 1980 ; Diamond, 1985 ; Nagar et al., 2003). Toutefois, les conséquences de la divulgation volontaire dépendent de la crédibilité perçue par les investisseurs (Stocken, 2000 ; Mercer, 2004 ; Rogers et Stocken, 2005)⁸². Ainsi, les investisseurs perçoivent les informations défavorables comme plus crédibles et réagissent plus fortement à ce type d'information (Skinner, 1994 ; Mercer, 2005). Au contraire, les bonnes nouvelles sont perçues comme crédibles uniquement pour les entreprises lorsque celles-ci sont accompagnées de justification par les dirigeants (Williams, 1996 ; Baginski et al., 2000 ; Mercer, 2004). La crédibilité de l'information peut être également liée à la façon de la communiquer. Par exemple, sa lisibilité et / ou l'emploi d'un vocabulaire optimiste au sein de la communication financière permet d'accroître la crédibilité perçue par les investisseurs (Rutherford, 2003 ; Davis et al., 2012 ; Hribar et Yang, 2016).

La théorie du signal permet donc d'expliquer la divulgation volontaire d'information comme un moyen permettant de réduire le risque de sélection adverse, conduisant à une diminution de l'asymétrie d'information et à une allocation plus efficiente des ressources. Toutefois, celle-ci ne nous dit rien quant à l'incertitude relative aux intentions des dirigeants lorsqu'ils communiquent. Aussi, la théorie de l'agence permet de compléter notre approche en prenant en considération l'existence de relations « contractuelles » au sein de l'entreprise.

⁸² Selon Mercer (2004), la crédibilité de la communication volontaire dépend : (i) des caractéristiques de la communication (ex : nature, précision, horizon, etc.), (ii) du degré d'assurance externe (ex : présence d'intermédiaires financiers, auditeurs, etc.) et (iii) de la crédibilité des dirigeants eux-mêmes, liée aux communications antérieures.

1.2. Théorie de l'agence : divulgation volontaire et coûts d'agence

La théorie de l'agence trouve son origine dans la séparation, au sein de l'entreprise, entre la fonction de propriété exercée par les actionnaires et la fonction de contrôle pratiquée par les dirigeants (Berle et Means, 1932). Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engage(nt) une ou plusieurs autre(s) personne(s) (agent) pour effectuer une prestation et qui implique une délégation des pouvoirs de décision du principal vers l'agent* » (Jensen et Meckling, 1976, p.5)⁸³. Cette situation entraîne une asymétrie d'information que l'agent est en mesure d'exploiter. À l'instar de la théorie du signal, les dirigeants disposent d'informations privées relatives à l'entreprise et à ses perspectives futures. Par ailleurs, le « contrat » de délégation est incomplet, c'est-à-dire qu'il ne prévoit pas toutes les alternatives possibles (i.e. décisions des dirigeants) concernant la conduite de l'entreprise⁸⁴. Le comportement de l'agent est donc susceptible de léser le principal, ce qui peut se traduire par la maximisation leur propre utilité (conservation de leur emploi et maintien de leur rémunération) aux dépens de celle des actionnaires de l'entreprise (maximisation de leur richesse) : c'est le risque d'aléa moral.

La résolution de ces conflits d'agence entraîne la nécessité pour le principal de mettre en œuvre des dispositifs visant à assurer le respect des « contrats » passés avec l'agent. Ces dispositifs incluent : l'alignement de la rémunération des dirigeants avec celle des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983), la mise en place d'un conseil d'administration (Fama et Jensen, 1983) ou le contrôle direct par les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1986)⁸⁵. Les coûts d'agence représentent ainsi la somme : (i) des coûts de surveillance engagés par le principal pour contrôler l'action de l'agent, (ii) des coûts de dédouanement supportés par l'agent pour montrer au principal qu'il œuvre bien dans l'intérêt de celui-ci et (iii) de la perte résiduelle, c'est-à-dire du manque à gagner lié à la résolution imparfaite de ces conflits (Jensen et Meckling, 1976).

⁸³ Traduction : « *Contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* ».

⁸⁴ La théorie de l'agence considère l'organisation comme une « *fiction légale* » constituée d'un « *nœud de contrats* » entre différents acteurs aux intérêts divergents.

⁸⁵ En outre, la théorie de l'agence reconnaît l'existence de dispositifs externes tels que le marché du travail / financier (Fama, 1980 ; Jensen, 1986) et / ou supportés par les dirigeants eux même tels que le choix de la structure de financement ou la politique de versement de dividendes (Jensen et Meckling, 1976 ; Shleifer et Vishny, 1986 ; Jensen, 1986).

1.2.1. Divulgation volontaire et diminution des coûts d'agence

Selon la théorie de l'agence, la divulgation volontaire d'information constitue un moyen pour les dirigeants de convaincre les actionnaires de la bonne gestion des ressources qui leur sont allouées et de réduire ainsi les coûts d'agence liés à l'asymétrie d'information (Jensen et Meckling, 1976 ; Healy et Palepu, 2001 ; Jo et Kim, 2008 ; Huang et Zhang, 2012). La réduction des coûts d'agence est bénéfique aux actionnaires dans la mesure où celle-ci se traduit par une maximisation de la valeur de la firme (Jensen et Meckling, 1976 ; Eisenhardt, 1989). De leur côté, les dirigeants peuvent également bénéficier d'une augmentation de la valeur de l'entreprise sous la forme d'avantages pécuniaires (ex : rémunération, bonus) ou non-pécuniaires (ex : réputation)⁸⁶.

Dans cette logique, les dirigeants vont être particulièrement incités à divulguer des bonnes nouvelles (Raffournier, 1995 ; Depoers, 2000a). En effet, la communication de bons résultats financiers permet aux dirigeants de révéler leurs compétences auprès des actionnaires et de faciliter leur emploi futur (Fama, 1980). Dans le même temps, la communication de mauvais résultats peut servir d'outil de justification pour les dirigeants, leur permettant d'éviter des litiges avec les actionnaires (Skinner, 1994 ; Kasznik et Lev, 1995) et / ou un contrôle disciplinaire de la part du marché financier (Baginski et al., 2000). Par exemple, Baginski et al. (2000) montrent que les dirigeants ont tendance à attribuer les mauvais résultats à des causes extérieures (ex : conjoncture économique) de façon à se dédouaner auprès des actionnaires.

La nécessité de divulguer de l'information supplémentaire est d'autant plus importante que les coûts d'agence sont élevés. La littérature a ainsi mis en évidence un certain nombre de variables associées à la communication volontaire d'information (Raffournier, 1995 ; Ahmed et Courtis, 1999 ; Pourtier, 2004). Tout d'abord, la taille de l'entreprise accroît la complexité de ses opérations et de sa structure organisationnelle, rendant plus difficile l'observation du comportement de l'agent par le principal (Depoers, 2000a ; Watson et al., 2002 ; Lakhal, 2005 ; Lakhal, 2006). Par ailleurs, l'internationalisation des activités de l'entreprise rend nécessaire la divulgation d'informations, associées par exemple à la mise en conformité avec certaines normes comptables (Raffournier, 2007). Plus généralement, la visibilité associée aux

⁸⁶ Dans ce cadre, la divulgation volontaire d'information est particulièrement intéressante pour les dirigeants lorsque l'augmentation de la valeur de la firme liée à la diminution des coûts d'agence est supérieure aux avantages en nature perdus du fait de cette divulgation.

entreprises de grande taille les rend plus enclines à se montrer transparentes⁸⁷. L'endettement de l'entreprise est également inducteur de coûts liés à la mise en place de mécanismes de surveillance de la part des créanciers (Watson et al., 2002). Ces derniers souhaitent s'assurer que l'entreprise sera en mesure d'honorer le paiement des intérêts en leur imposant le respect de certains ratios d'endettement (« *debts covenant* ») : cela conduit les dirigeants à accroître la divulgation d'information afin de se dédouaner auprès des créanciers (Raffournier, 1995).

Enfin, les dispositifs de gouvernance mis en place par les actionnaires (ainsi que leur efficacité) déterminent le degré de contrôle des actionnaires sur les dirigeants et donc les besoins en informations qui en découlent (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1986). La présence de membres indépendants au conseil d'administration et / ou d'un comité d'audit est susceptible d'accroître le contrôle sur les dirigeants et de les inciter à divulguer l'information à leur disposition (Ajinkya et al., 2005 ; Cheng et Courtenay, 2006 ; Patelli et Prencipe, 2007 ; Gisbert et Navallas, 2013). Selon Hidalgo et al. (2011), la divulgation d'information est positivement associée à la taille du conseil d'administration. Lorsque le capital d'une entreprise est détenu par une grande diversité d'actionnaires, les coûts d'agence sont particulièrement élevés (Jensen et Meckling, 1976). Aussi, la dispersion (concentration) de l'actionnariat se trouve être positivement (négativement) associée au volume de communication volontaire (Chau et Gray, 2002 ; Eng et Mak, 2003a ; Lakhal, 2006 ; García-Meca et Sánchez-Ballesta, 2010).

De même, il semble que la présence d'investisseurs institutionnels (i.e. investisseurs sophistiqués) accroît les besoins en informations ainsi que le volume de communication de la part des entreprises (Ajinkya et al., 2005 ; Lakhal, 2006)⁸⁸. Enfin, l'existence de contrats liant la rémunération des dirigeants à la valeur de l'action est à même de favoriser la communication des bonnes et des mauvaises nouvelles (Nagar et al., 2003 ; Lakhal, 2005 ; Barros et al., 2013). Cependant, d'autres travaux révèlent une absence de lien (ou des résultats contraires) entre ces mécanismes et la communication volontaire (Eng et Mak, 2003 ; García-Meca et Sánchez-Ballesta, 2010). Ces derniers suggèrent ainsi que la divulgation volontaire d'information permet de se substituer aux dispositifs de gouvernance lorsque ces derniers sont absents et / ou

⁸⁷ Pour certains travaux, le lien entre la taille de l'entreprise et la divulgation volontaire d'information résulte plutôt des coûts politiques supportés par les entreprises de grande taille, incitant ces dernières à être plus transparentes (Posner, 2001).

⁸⁸ En effet, les entreprises familiales ont un horizon de détention plus important et sont plus soucieuses quant aux coûts potentiels liés à la divulgation d'informations privées.

inefficaces⁸⁹. García-Meca et Sánchez-Ballesta (2010) révèlent ainsi que l'indépendance du conseil d'administration impacte la divulgation volontaire uniquement dans les pays où la protection des actionnaires minoritaires est forte et où les risques de litiges sont importants.

1.2.2. Divulgation volontaire et gestion des impressions

La divulgation volontaire peut également être un moyen pour les dirigeants d'accroître leur utilité aux dépens des actionnaires de l'entreprise : le cas échéant, la divulgation volontaire est considérée comme « opportuniste » (Williamson, 1981). En effet, lorsque les conflits d'intérêts sont importants, les dirigeants peuvent être tentés d'exploiter à leur avantage l'asymétrie d'information dans le but de « tromper » les actionnaires (Merkl-Davies et Brennan, 2007 ; Healy et Palepu, 2001 ; Jensen, 2004)⁹⁰. Pour cela, les dirigeants peuvent divulguer des informations erronées concernant l'entreprise et ses performances et /ou présenter l'information de manière à influencer la perception des actionnaires. Dans leur ensemble, ces stratégies constituent des techniques de *gestion des impressions*⁹¹.

La gestion des impressions trouve son origine dans les travaux en psychologie sociale, dont l'objet est l'étude de la manière dont les individus se comportent vis-à-vis des autres pour créer ou entretenir une certaine perception d'eux-mêmes (Goffman, 1949 ; Schneider, 1969 ; Gardner et Martinko, 1988 ; Elsbach, 2003). Dans le champ comptable et financier, Godfrey et al. (2003, p. 96) indiquent qu'il y a gestion des impressions lorsque les dirigeants « *sélectionnent l'information à diffuser et la présentent d'une façon qui déforme la perception qu'ont les lecteurs des réalisations de l'entreprise* ». Merkl-Davies et Brennan (2007) ont ainsi identifié sept stratégies utilisées par les entreprises en la matière. Celles-ci peuvent être classées en deux groupes. Les stratégies de *dissimulation* consistent à mettre en avant (mettre à l'écart) la bonne performance (mauvaise performance). Les stratégies d'*attribution* consistent pour les dirigeants à s'attribuer les bonnes performances de l'entreprise et d'attribuer à des causes extérieures les

⁸⁹ Par exemple, Eng et Mak (2003) montrent que la divulgation volontaire est positivement associée négativement avec l'indépendance du CA et à un faible endettement. A contrario, ils ne constatent aucune association entre la concentration de l'actionnariat et la divulgation, volontaire.

⁹⁰ Selon cette école de la théorie de l'agence, les marchés financiers ne sont pas efficaces à 100 %. Ainsi, la divulgation volontaire peut se traduire par une allocation inefficace de ressources par les investisseurs (Merkl-Davies et Brennan, 2007).

⁹¹ Selon Merkl-Davies et Brennan (2011), la gestion des impressions peut être appréhendée sous le prisme de différentes théories (théorie du signal, théorie de l'agence, théorie néo-institutionnelle, théorie des parties prenantes, etc.). Dans cette thèse, nous ancrons la gestion des impressions au sein de la théorie de l'agence.

mauvaises performances⁹². Les travaux académiques existants se focalisent pour la plupart sur des contextes générateurs d'importants conflits d'intérêts. Dans le cadre de leurs fonctions, les dirigeants ont des incitations fortes à délivrer un certain niveau de performance. De ces performances peuvent dépendre l'emploi, la réputation et la rémunération des dirigeants et le versement de dividendes aux actionnaires (DeAngelo et DeAngelo, 1990 ; Matsunaga et Park, 2001). Les pressions issues du marché financier et / ou les contrats liant les actionnaires aux dirigeants peuvent ainsi conduire ceux-ci à prendre des décisions opportunistes (Jensen, 2004 ; Graham et al., 2005)⁹³

Tout d'abord, il semble que les dirigeants aient tendance à dissimuler les informations défavorables à l'entreprise (Abrahamson et Amir, 1996 ; Courtis, 2004 ; Berger et Hann, 2007). Par exemple, Berger et Hann (2007) montrent que les dirigeants dissimulent fréquemment les informations relatives aux segments de l'activité dans lesquels la performance est la plus faible. Les dirigeants ont tendance à attribuer les mauvais résultats à des facteurs externes et non contrôlables dans le but de se dédouaner de leur responsabilité et à davantage se focaliser sur les perspectives futures (Godfrey et al., 2003 ; Clatworthy et Jones, 2006). Li (2008) constate quant à lui que les dirigeants altèrent la lisibilité de l'information présente au sein des rapports annuels en cas de mauvaise performance. Selon Schleicher et Walker (2010), l'emploi d'un ton optimiste leur permet de contrebalancer l'annonce de mauvais résultats. Enfin, la faible performance de l'entreprise peut les inciter à tenter d'influencer la prévision de résultats émise par les analystes financiers (Matsumoto, 2002 ; Christensen et al., 2011 ; Washburn et Bromiley, 2014). Par exemple, Matsumoto (2002) révèle que les dirigeants cherchent à guider à la baisse les prévisions de résultats établies par les analystes financiers afin de les atteindre plus facilement.

Les dispositifs de contrôle mis en place par les actionnaires sont susceptibles d'exacerber l'opportunisme des dirigeants. En effet, les contrats sur lesquels repose l'information comptable peuvent inciter ces derniers à adopter certains choix allant contre l'intérêt des actionnaires (Watts et Zimmerman, 1978 ; Holthausen, 1990 ; Holthausen et al., 1995 ; Healy et Palepu, 2001)⁹⁴. Dans ce cadre, la distorsion de l'information peut également avoir pour but d'accroître

⁹² Ces stratégies regroupent : mauvaise lisibilité, distorsion rhétorique, distorsion thématique, distorsion visuelle, comparaison de performance, choix de chiffres comptables, attribution.

⁹³ Les dirigeants ont intérêt à agir de cette façon si les bénéfices retirés de ce comportement sont supérieurs à ceux qui auraient pu être retirés de l'alignement de leurs intérêts avec les actionnaires.

⁹⁴ Ces travaux cherchent à expliquer et à prédire les choix comptables des dirigeants en fonction des contrats existant au sein de l'entreprise et des coûts politiques supportés par celle-ci. Ce travail doctoral portant sur la divulgation volontaire d'information, nous ferons abstraction de ces travaux.

la rémunération des dirigeants. Par exemple, Aboody et Kasznik (2000) constatent que ceux-ci ont tendance à communiquer des bonnes nouvelles dans les périodes précédant l'exercice de leurs stock-options, ce qui leur permet de bénéficier de la hausse du cours de l'action. Lang et Lundholm (2000) montrent quant à eux que les dirigeants ont tendance à accroître la fréquence de divulgation lors des périodes qui précèdent les augmentations de capital de manière à gonfler artificiellement la valeur de l'entreprise.

La théorie de l'agence permet donc d'apporter un éclairage complémentaire à la théorie du signal (Morris, 1987). Dans une logique « informative », elle considère la divulgation volontaire comme un moyen de diminuer les coûts d'agence découlant de l'asymétrie d'information. Ici, l'incertitude des investisseurs n'est plus liée à leur incapacité à observer la qualité de l'entreprise (cf. théorie du signal), mais plutôt à leur incapacité à anticiper les intentions des dirigeants. Dans les deux cas, la communication volontaire a pour conséquence une maximisation de la valeur de l'entreprise. Toutefois, contrairement à la théorie du signal, la théorie de l'agence reconnaît la possibilité d'une logique « opportuniste » de divulgation. Dans ce cadre, les dirigeants peuvent exploiter l'asymétrie d'information à leur avantage de manière à altérer la perception des investisseurs sur la performance de l'entreprise. L'opportunisme des dirigeants a pour conséquence une mauvaise allocation des ressources et / ou une accapitation de la richesse créée aux dépens des actionnaires. Afin d'appréhender avec exactitude notre objet de recherche, il nous semble donc nécessaire de mobiliser ces deux théories de façon simultanée.

Résumé de la sous-section 1

Notre cadre théorique nous permet d'identifier plusieurs logiques de divulgation volontaire d'information par les dirigeants. Dans une logique « informative », la divulgation volontaire reflèterait une volonté de la part des dirigeants de signaler les informations privées à leur disposition de manière à faciliter la prise de décision des investisseurs (théorie du signal) et / ou à réduire les coûts d'agence découlant des conflits d'intérêts existants avec les actionnaires (théorie de l'agence). La réduction de l'asymétrie d'information se traduirait ainsi par une allocation plus efficiente des ressources et d'une maximisation de la valeur de l'entreprise. Toutefois, la théorie de l'agence laisse entrevoir la possibilité d'une logique « opportuniste » de divulgation, reflétant la volonté des dirigeants d'altérer la perception des investisseurs de façon à en tirer bénéfice.

2. Logiques de divulgation de RNGAAP et pressions réglementaires

Dans cette sous-section, nous présenterons les principales logiques auxquelles font écho les stratégies de divulgation de RNGAAP. Conformément au cadre théorique précédemment mobilisé, nous verrons que celles-ci reflètent une volonté d'informer les utilisateurs sur la performance et les perspectives futures de l'entreprise (logique « informative ») (2.1.). Dans le même temps, la communication de RNGAAP semble également motivée par la volonté des dirigeants de dépeindre une meilleure image de l'entreprise auprès des utilisateurs de l'information (logique « opportuniste ») (2.2.). Enfin, les stratégies de divulgation peuvent être favorisées et / ou contraintes par la mise en place de règles et / ou recommandations issues des autorités de régulation des marchés financiers (2.3.).

2.1. Une logique informative

Dans une logique informative, les stratégies de divulgation de RNGAAP refléteraient une volonté de la part des dirigeants de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs / actionnaires de l'entreprise. Dans cette optique, la littérature a permis de mettre en évidence : la pertinence des RNGAAP pour la prise de décision des investisseurs (2.1.1.), les déterminants rendant nécessaire la divulgation de RNGAAP (2.1.2.), ainsi que la capacité des RNGAAP à prédire la performance future (2.1.3.).

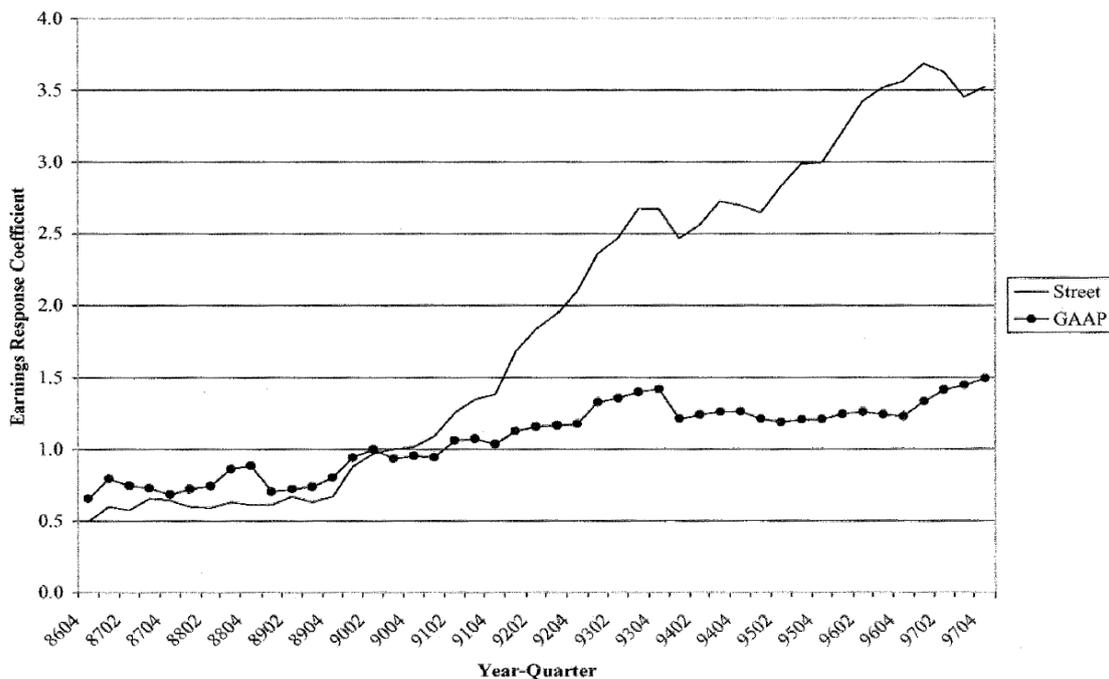
2.1.1. La pertinence de la divulgation pour les investisseurs

La divulgation des RNGAAP a tout d'abord été étudiée sous le prisme de leur pertinence pour les investisseurs. Selon le cadre conceptuel de l'IASB, une information est considérée comme telle si elle a « *la capacité d'influencer les décisions prises par les utilisateurs* » (IASB, 2018, QC6). Aussi, des études de *value-relevance* ont tenté de mettre en évidence dans quelle mesure les RNGAAP : (i) apportent de l'information supplémentaire aux investisseurs lors de leur communication et /ou (ii) reflètent correctement la valeur boursière (ou le rendement boursier) de l'entreprise⁹⁵. Dans l'ensemble, ces travaux permettent de corroborer l'hypothèse d'une logique informative de divulgation.

⁹⁵ La *value-relevance* représente « *l'association entre une information comptable et une valeur issue du marché* » (Amir, 1993). Pour une revue de la littérature : voir Barth et al. (2001) et Holthausen et Watts (2001).

Tout d'abord, il semble que les RNGAAP présentent un contenu informationnel plus important que les résultats issus de l'information réglementée. Aux États-Unis, Bradshaw et Sloan (2002) documentent une réaction plus importante des investisseurs consécutive à l'annonce de RNGAAP par rapport à la publication du résultat GAAP (figure 12). Selon Brown et Sivakumar (2003), les RNGAAP sont également plus informatifs que résultat opérationnel inclus au sein du compte de résultat. Enfin, Lougee et Marquardt (2004) constatent que les RNGAAP sont particulièrement pertinents lorsque le résultat GAAP ne permet pas de traduire correctement la réalité économique de l'entreprise. Plus récemment, Marques (2006) et Bradshaw et al. (2018) documentent des résultats similaires. Les RNGAAP reflètent également plus justement la valeur financière de l'entreprise. La littérature montre que les RNGAAP sont plus fortement associés que le résultat GAAP au cours et à la rentabilité boursière (Brown et Sivakumar, 2003 ; Entwistle et al., 2010 ; Albring et al., 2010 ; Wieland et al., 2013)⁹⁶.

Figure 12. Réaction des investisseurs suite à la divulgation de RNGAAP
(source : Bradshaw et Sloan, 2002)



Les travaux conduits en dehors du contexte américain sont cohérents avec l'idée selon laquelle les RNGAAP seraient plus pertinents que le résultat GAAP. En Europe, les investisseurs considèrent les RNGAAP comme plus informatifs que le résultat GAAP (Guillamon-Saorin et al., 2017). De même, Aubert (2010) constate que les investisseurs français utilisent davantage

⁹⁶ Au contraire, Francis et al. (2003) constatent que les RNG ne sont pas associés plus fortement que le résultat GAAP à la rentabilité de l'action, même au sein des secteurs d'activité dans lesquels ces résultats sont privilégiés. Toutefois, leur période d'étude (1990-2000) est antérieure à

les RNGAAP que l'information réglementée pour leur prise de décision. Les mêmes résultats sont constatés en Afrique du Sud (Venter et al. 2014), au Canada (Cormier et al., 2017 ; Cormier et al., 2011) ou encore en Australie (Ribeiro et al., 2018).

Les stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants ne sont pas sans conséquences sur la pertinence des RNGAAP. Par exemple, la divulgation simultanée de plusieurs RNGAAP apporte de l'information supplémentaire aux investisseurs par rapport à la communication d'un RNGAAP unique (Marques, 2006 ; Reimsbach, 2014). Dans le même temps, certains indicateurs semblent être plus pertinents que d'autres. Clinch et al. (2018) documentent que seuls les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel sont associés au cours et au rendement boursier de l'entreprise. Par ailleurs, Cormier et al. (2020) constatent que la divulgation de RNGAAP dérivés de l'EBITDA accentue la pertinence du résultat GAAP. Enfin, certains indicateurs spécifiques sont particulièrement informatifs tels que les *core earnings* (Wieland et al., 2013), le *Funds From Operations* (Baik et al., 2008) ou le cash distribuable (Cormier et al., 2011).

Les investisseurs sont également sensibles à la transparence avec laquelle les RNGAAP sont communiqués : ces derniers réagissent plus fortement à l'annonce de RNGAAP en présence d'une réconciliation numérique (Baik et al., 2008 ; Marques, 2010). Par ailleurs, la présentation séparée des retraitements non-GAAP facilite l'évaluation de l'entreprise : le cas échéant, l'association entre les RNGAAP et la rentabilité boursière de l'entreprise est plus importante (Zhang et Zheng, 2011 ; Aubert et Grudnitski, 2014 ; Venter et al., 2014). Enfin, la pertinence des RNGAAP est plus importante lorsque ces derniers sont présentés de manière proéminente au sein des communiqués de presse (Bowen et al., 2005 ; Chen et al., 2020 ; Henry et al., 2020) ou à l'occasion des conférences orales avec les analystes financiers (Henry et al., 2020).

L'existence de dispositifs de gouvernance et / ou la présence d'intermédiaires financiers peuvent altérer la pertinence des RNGAAP. Par exemple, les RNGAAP sont plus fortement associés au rendement boursier en présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration ou lorsque le capital est détenu par une proportion importante d'investisseurs institutionnels (Jennings et Marques, 2011). Par ailleurs, les investisseurs réagissent plus fortement à la divulgation de RNGAAP lorsque ces indicateurs sont utilisés de façon interne par l'entreprise pour déterminer la rémunération des dirigeants (Black et al., 2020). Dans l'ensemble, ces travaux suggèrent que ces dispositifs améliorent la crédibilité des RNGAAP perçue par les investisseurs.

Tableau 4. Synthèse : études de *value-relevance*

Influence		Auteurs	Effet observé
De	Sur		
Choix de communiquer	Réaction des investisseurs	Bradshaw et Sloan (2002) ; Brown et Sikavumar (2003) ; Francis et al. (2003) ; Lougee et Marquardt (2004) ; Aubert (2010) ; Bradshaw et al. (2018)	+
	Association avec le rendement boursier	Bhattacharya et al. (2003) ; Albring et al. (2010) ; Entwistle et al. (2010) ; Cormier et al. (2011) ; Wieland et al. (2013) ; Cormier et al. (2020) ; Clinch et al. (2018) ; Ribeiro et al. (2018)	+
	Volume de transaction journalier	Bhattacharya et al. (2007)	+
Fréquence de communication de RNGAAP	Réaction des investisseurs	Marques (2006) ; Reimsbach (2014)	+
Degré de proéminence des RNGAAP	Réaction des investisseurs	Bowen et al. (2005) ; Henry et al. (2020) ; Chen et al. (2020)	+
Indépendance du CA	Réaction des investisseurs	Jennings et Marques (2011)	+
Actionnariat institutionnel	Réaction des investisseurs	Jennings et Marques (2011)	+
Rémunération des dirigeants	Réaction des investisseurs	Black et al. (2020)	+
Qualité de réconciliation des RNGAAP	Réaction des investisseurs	Baik et al. (2008) ; Marques (2010)	+
Actionnariat institutionnel	Association avec le rendement boursier	Zhang et Zheng (2011) ; Venter et al. (2014) ; Aubert et Grunitski (2014)	+
Gestion des impressions	Réaction des investisseurs	Guillamon-Saorin et al. (2017)	-

2.1.2. La nécessité de réduire l'asymétrie d'information

Un autre pan de la littérature, portant sur les déterminants des stratégies de divulgation de RNGAAP, est cohérent avec une logique informative de communication. Tout d'abord, la divulgation de ces indicateurs peut s'avérer nécessaire lorsque les résultats règlementés (normalisés) ne reflètent pas correctement la réalité économique de l'entreprise. En effet, certaines entreprises peuvent être marquées par la survenance de charges et / ou produits susceptibles d'altérer la pertinence du résultat GAAP aux yeux des investisseurs (Choi et Young, 2015). C'est le cas des entreprises du secteur immobilier, particulièrement sensibles aux variations de valeur du marché (Vincent, 1999 ; Baik et al., 2008) ou celles dont les actifs sont composés principalement d'éléments incorporels (Jeanjean et al., 2018 ; Bouwens, 2019). Plus généralement, un certain nombre de caractéristiques peuvent limiter la capacité des investisseurs à correctement évaluer l'entreprise : la taille de celle-ci, la variabilité de son

résultat comptable, la présence d'éléments exceptionnels dans les états financiers ou la forte croissance du chiffre d'affaires (Lougee et Marquardt, 2004 ; Choi et Young, 2015). Enfin, la présence de l'entreprise à l'international peut accroître la complexité de ses opérations et altérer la lisibilité de l'information comptable (Jeanjean et al., 2018 ; Brown et al., 2019).

La faible pertinence du résultat GAAP peut être préjudiciable pour les investisseurs dans la mesure où elle peut conduire ces derniers à prendre de mauvaises décisions d'investissement (risque de sélection adverse). Ainsi, il semble que les entreprises dont le résultat GAAP est peu pertinent sont plus à même de communiquer des RNGAAP (Lougee et Marquardt, 2004 ; Choi et Young, 2015 ; Ribeiro et al., 2018), de présenter ces résultats de manière proéminente (Bowen et al., 2005 ; Chen et al., 2020 ; Henry et al., 2020) et de fournir une réconciliation de RNGAAP (Zhang et Zheng, 2011). Dans l'ensemble, ces stratégies semblent ainsi refléter une volonté de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs en rendant les RNGAAP plus visibles et plus transparents et intelligibles.

La faible pertinence du résultat GAAP est également susceptible de réduire la portée « contractuelle » de l'information comptable et la capacité des actionnaires à correctement évaluer les efforts des dirigeants (risque d'aléa moral). L'existence de dispositifs de gouvernance peut ainsi encourager ceux-ci à divulguer de l'information supplémentaire de façon à réduire les coûts d'agence. Par exemple, les entreprises sont plus à même de divulguer des RNGAAP lorsque la rémunération des dirigeants est alignée sur la valeur de l'entreprise (Isidro et Marques, 2013 ; Bansal et al., 2013) ou aux RNGAAP eux-mêmes (Black et al., 2020). Au contraire, Cormier et al. (2017) suggèrent plutôt que la divulgation de RNGAAP permet de contrebalancer l'absence ou l'inefficacité des dispositifs de gouvernance au sein de l'entreprise. Ils constatent que les RNGAAP sont particulièrement pertinents pour les investisseurs lorsque le conseil d'administration est composé d'une faible proportion de membres indépendants.

Outre cette dimension « palliative », la divulgation de RNGAAP peut répondre à une volonté des dirigeants de signaler la qualité de l'entreprise auprès des investisseurs. Par exemple, Brown et al. (2020) documentent qu'un nombre important d'entreprises ont recours à ces indicateurs lors d'introductions en bourse. Par ailleurs, Isidro et Marques (2019) constatent que les entreprises évoluant dans des secteurs d'activités très compétitifs sont plus à même de communiquer des RNGAAP, suggérant leur volonté de se distinguer de leurs concurrentes. Finalement, le contexte institutionnel et réglementaire dans lequel évoluent les entreprises détermine également la demande en informations financières. Selon Isidro et Marques (2015), la fréquence et le volume de communication de ces indicateurs sont positivement associés aux

pays dans lesquels : (i) le niveau de protection des actionnaires minoritaires est important, (ii) les marchés financiers sont fortement développés, (iii) le système de protection légale est basé sur les pratiques (« *common law* »). De la même façon, la présence d'intermédiaires financiers est susceptible d'accroître la propension des entreprises à divulguer des RNGAAP (Cormier et al., 2017).

Tableau 5. Synthèse : études de déterminants (1/2)

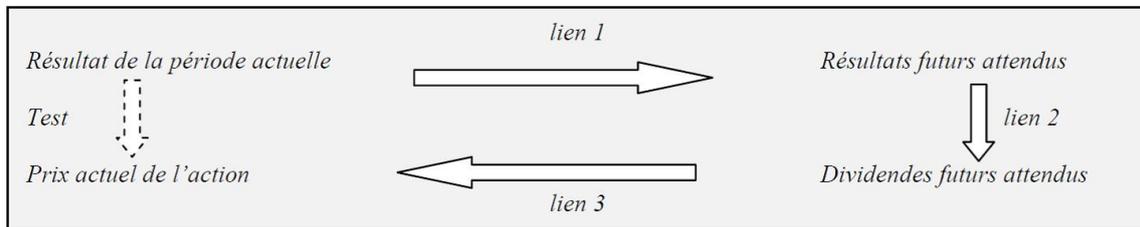
Influence		Auteurs	Effet observé
De	Sur		
Pertinence de l'information réglementée	Choix de communiquer des RNGAAP	Lougee et Marquardt (2004) ; Choi et Young (2015) ; Ribeiro et al. (2018) ; Bouwens (2019)	-
	Degré de proéminence des RNGAAP	Bowen et al. (2005) ; Henry et al. (2020) ; Chen et al. (2020)	-
	Qualité de réconciliation des RNGAAP	Zhang et Zheng (2011)	-
Rémunération des dirigeants	Choix de communiquer des RNGAAP	Isidro et Marques (2013) ; Bansal et al. (2013) ; Black et al. (2020)	+
	Degré de proéminence des RNGAAP	Isidro et Marques (2013)	+
	Qualité de réconciliation des RNGAAP	Isidro et Marques (2013)	-
Gouvernance d'entreprise	Choix de communiquer des RNGAAP	Cormier et al. (2017)	-
Complexité de l'information comptable	Choix de communiquer des RNGAAP	Brown et al. (2019)	+
Facteurs économiques et institutionnels	Fréquence de communication de RNGAAP	Isidro et Marques (2015)	+
Niveau de concurrence	Ampleur des retraitements non-GAAP	Isidro et Marques (2019)	+
Désagrégation du compte de résultat	Choix de communiquer des RNGAAP	Jeanjean et al. (2018)	?

2.1.3. La prédiction de la performance future

Enfin, des travaux ont étudié la « qualité » des RNGAAP divulgués par les dirigeants en mesurant leur capacité à prédire la performance future de l'entreprise. Comme le montre la figure 13, la prédictibilité des résultats constitue le corollaire par lequel les investisseurs évaluent la valeur de l'entreprise (Nichols et Wahlen, 2004 ; Dichev et al., 2013). Ainsi, si les RNGAAP apportent de l'information utile aux investisseurs, ils devraient être associés plus fortement à la performance future que ne l'est le résultat GAAP. A contrario, dans la mesure

où les retraitements non-GAAP sont supposés représenter des éléments non-récurrents, ces derniers ne devraient pas avoir d'implications économiques futures.

Figure 13. Résultat comptable et flux de trésorerie futurs (Source : Nichols et Walhen, 2004)



La littérature confirme la supériorité des RNGAAP pour la prédiction de la performance : ces derniers sont associés dans une plus grande mesure aux résultats et aux flux de trésorerie futurs (Brown et Sivakumar, 2003 ; Bhattacharya et al., 2003 ; Heflin et al., 2015 ; Ribeiro et al., 2018). Par exemple, Bhattacharya et al. (2003) montrent que les RNGAAP sont plus permanents que le résultat GAAP, moins volatiles et permettent d'expliquer plus fortement les résultats futurs. Lorsqu'ils calculent les RNGAAP, les dirigeants semblent être en mesure d'identifier et d'exclure les éléments non-récurrents et / ou transitoires survenus au cours de l'exercice. Choi et al. (2007) et Curtis et al. (2014) montrent que la plupart des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants ne présentent pas d'implications économiques futures. La qualité des RNGAAP semble être particulièrement importante lorsque le résultat GAAP est peu pertinent (Heflin et al., 2015 ; Leung et Veenman, 2018). Selon Heflin et al. (2015), les entreprises dont le conservatisme comptable est important présentent des retraitements non-GAAP moins récurrents d'une période à l'autre (i.e. de meilleure qualité). Par ailleurs, les résultats de Leung et Veenman (2018) suggèrent que les RNGAAP divulgués par les entreprises présentant des pertes comptables sont plus prédictifs que ceux divulgués par des entreprises profitables.

Certaines stratégies de divulgation ont également des conséquences sur la capacité prédictive des RNGAAP (et retraitements non-GAAP). Par exemple, il semble que ces indicateurs soient plus fortement associés à la performance future lorsqu'ils sont accompagnés d'une réconciliation numérique au sein des communiqués de presse (Baik et al., 2008 ; Zhang et Zheng, 2011) et / ou présentés avec proéminence (Chen et al., 2020). Black et al. (2020) montrent quant à eux que les entreprises changent les modalités de calcul des RNGAAP d'une période à l'autre afin de mieux informer les investisseurs : les retraitements irréguliers sont ainsi moins associés à la performance future que ne le sont les retraitements réguliers. Dans le

contexte français, Jeanjean et al. (2018) montrent que les RNGAAP prédisent les flux de trésorerie futurs seulement pour les entreprises fournissant un compte de résultat désagrégé.

Enfin, la qualité des RNGAAP peut être accentuée par l'existence de dispositifs de contrôle mis en place par les actionnaires. C'est par exemple le cas en présence de membres indépendants au sein du conseil d'administration (Frankel et al., 2011 ; Isidro et Marques, 2013). Seetharaman et al. (2014) montrent quant à eux que l'expertise des membres du comité d'audit en matière comptable se traduit par l'utilisation de retraitements non-GAAP moins fortement associés à la performance future. En outre, les RNGAAP sont plus fortement associés à cette performance lorsque la rémunération est indexée sur la rémunération des dirigeants (Black et al., 2020).

Dans l'ensemble, les travaux présentés plus haut sont cohérents avec une logique informative de communication. Conformément à la théorie du signal, les stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants (ex : volume de communication, transparence, prééminence) permettent aux dirigeants de mieux révéler la qualité de l'entreprise aux investisseurs et ainsi de faciliter leur prise de décision. Par ailleurs, sous le prisme de la théorie de l'agence, la divulgation de RNGAAP est rendue nécessaire afin de réduire les coûts induits par la faible pertinence du résultat GAAP et / ou le manque de dispositifs de contrôle existants dans l'entreprise. Les conséquences de cette divulgation confirment l'utilité informationnelle de ces indicateurs : ces derniers apportent de l'information utile aux investisseurs et permettent de diminuer l'asymétrie d'information au sein de l'entreprise (Huang et Skantz, 2016).

2.2. Une logique opportuniste

Dans une logique opportuniste, la divulgation de RNGAAP reflèterait plutôt la tentative des dirigeants d'altérer la perception des investisseurs / actionnaires sur la performance de l'entreprise. Cet opportunisme a été mis en évidence : par l'observation des pratiques et déterminants de la divulgation de RNGAAP (2.2.1.) et par les biais potentiels que cette divulgation engendre sur la prise de décision des investisseurs (2.2.2.).

2.2.1. La volonté d'altérer la perception des investisseurs

Une partie de la littérature suggère que les stratégies de divulgation reflètent la volonté des dirigeants de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise auprès des investisseurs. Tout d'abord, les RNGAAP sont presque systématiquement d'un montant supérieur à celui du résultat GAAP (Bhattacharya et al., 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Aubert, 2010 ; Malone

et al., 2016 ; Clinch et al., 2019). Cela est dû au fait que les dirigeants excluent principalement des charges du calcul des RNGAAP, ce qui se traduit par un accroissement du montant de ces indicateurs. Bien que ces retraitements représentent en majorité des éléments sans rapport avec l'activité normale de l'entreprise (ex : charges de restructuration), ils incluent également des éléments plus récurrents, potentiellement utiles à la prise de décision des investisseurs (Black et Christensen, 2009 ; Barth et al., 2012 ; Black et al., 2018 ; Bouwens, 2019).

Des travaux ont ainsi documenté l'association entre certains retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants et la performance future de l'entreprise (Doyle et al., 2003 ; Kolev et al., 2008 ; Curtis et al., 2014 ; Black et al., 2020)⁹⁷. Kolev et al. (2008) constatent par exemple que les retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants prédisent une partie du résultat opérationnel des périodes futures⁹⁸. Black et al. (2020) révèlent par ailleurs que la capacité prédictive de ces retraitements est principalement attribuable aux éléments exclus de façon régulière d'une période à l'autre par les dirigeants. Dans l'ensemble, ces résultats confirment donc qu'une partie de ces éléments ont de l'utilité pour la valorisation de l'entreprise, suggérant la logique opportuniste de leur utilisation.

La divulgation de RNGAAP peut également être un moyen de tempérer les mauvais résultats issus de l'information règlementée lorsque ces derniers ne sont pas jugés satisfaisants. Par exemple, celle-ci peut faciliter l'atteinte ou le dépassement de certains résultats cibles, tels que la prévision des analystes financiers, ou le résultat de l'année précédente. Les résultats cibles constituent des objectifs importants pour les dirigeants (Burgstahler et Dichev, 1997 ; Degeorge et al., 1999 ; Graham et al., 2005 ; Frankel et al., 2010 ; Shanthikumar, 2012). De l'atteinte de ces résultats peuvent dépendre la rémunération, le maintien en poste ou encore la réputation de ces dirigeants (Matsunaga et Park, 2001 ; Hayward et Fitza, 2017).

La littérature semble confirmer cette hypothèse : les entreprises dont le résultat GAAP est inférieur aux résultats cibles sont plus à même de divulguer des RNGAAP (Lougee et Marquardt, 2004 ; Bhattacharya et al., 2004 ; Choi et Young, 2015 ; Bouwens, 2019). Selon Bhattacharya et al. (2004), 80 % des RNGAAP divulgués aux États-Unis sont supérieurs à la prévision des analystes financiers contre seulement 39 % des résultats GAAP. Ces entreprises sont également plus à même de présenter les RNGAAP avec prééminence au sein des

⁹⁷ Ces travaux considèrent plusieurs mesures de la performance future : les flux de trésorerie futurs, le résultat opérationnel futur ou encore le résultat GAAP futur.

⁹⁸ Par exemple, Kolev et al. (2008) constatent que 1 euros de retraitement non-GAAP prédit 55 centimes de résultat opérationnel en moins au cours des quatre trimestres suivant la divulgation de RNGAAP.

communiqués de presse (Bowen et al., 2005 ; Marques, 2010 ; Cameron et al., 2012) et / ou dans leurs communications à l'oral avec les analystes financiers (Henry et al., 2020).

Dans la lignée de ces travaux, la littérature révèle que l'atteinte de résultats cibles est principalement rendue possible par l'utilisation de retraitements récurrents par les dirigeants (Black et Christensen, 2009 ; Doyle et al., 2013 ; Lopez et al., 2019 ; Chen et al., 2020). Par exemple, Black et Christensen (2009) montrent que l'exclusion de charges de dépréciation et des dépenses liées à la rémunération des dirigeants expliquent la capacité des entreprises à dépasser la prévision des analystes financiers et le résultat de la période précédente. Enfin, le volume et / ou la typologie de communication de RNGAAP facilitent la capacité d'une entreprise à atteindre des résultats cibles (Isidro et Marques, 2015)⁹⁹.

La littérature suggère également une volonté des dirigeants de tirer bénéfice de la communication de RNGAAP. Selon Isidro et Marques (2013), les dirigeants sont plus à même d'adopter des stratégies de divulgation « agressives » (i.e. utilisation de retraitements récurrents, prééminence des RNGAAP, faible transparence) lorsque leur rémunération est indexée sur la valeur de marché de l'entreprise. Guest et al. (2020) constatent par ailleurs que l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants influence le montant de rémunération attribué par le conseil d'administration. Enfin, Cheng (2017) révèle que les dirigeants jouissant d'une bonne réputation ont tendance à utiliser un montant plus élevé de retraitements non-GAAP et sont plus à même d'exclure des éléments récurrents. Les dirigeants parviennent également à anticiper la réaction des investisseurs et à adapter leurs stratégies de divulgation en conséquence. Ils utilisent pour cela une plus grande ampleur de retraitements non-GAAP et mettent en avant les RNGAAP lorsque les investisseurs apparaissent optimistes (Brown et al., 2012). De même, Cazier et al. (2019) montrent que les entreprises augmentent (diminuent) leur communication de RNGAAP dans les périodes où le risque de poursuites de la part des actionnaires est le plus bas (élevé).

Plus généralement, un certain nombre de stratégies de divulgation sont associées à des retraitements non-GAAP de moindre qualité (i.e. plus prédictifs de la performance future) : la faible transparence des RNGAAP et / ou l'absence de réconciliation (Zhang et Zheng, 2011), la communication anticipée de RNGAAP au sein des communiqués de presse (Brown et al. 2012), l'utilisation de retraitements non-GAAP dans le cadre d'introduction en bourse (Brown

⁹⁹ Isidro et Marques (2015) considèrent les seuils de résultats suivants : (i) la prévision des analystes financiers, (ii) la rentabilité des capitaux propres du secteur d'activité, (iii) le résultat de la période précédente et (iv) le résultat zéro.

et al., 2020), l'utilisation de stratégies discursives accompagnant les RNGAAP (Guillamon-Saorin et al., 2017) ou la divulgation de RNGAAP à la suite de la mise en place d'une clause de « clawback » (Kyung et al., 2019). Enfin, des études ont mis en évidence le lien existant entre la communication de RNGAAP et la gestion des résultats comptables. Ainsi, les entreprises dont la gestion des résultats est contrainte (gestion par les *accruals* et gestion réelle) sont plus à même de divulguer des RNGAAP et utilisent une plus grande ampleur de retraitements non-GAAP (Doyle et al., 2013 ; Black et al., 2017).

Tableau 6. Synthèse : étude de déterminants (2/2)

Influence		Auteurs	Effet observé
De	Sur		
Résultat GAAP < Résultats cibles	Choix de communiquer	Lougee et Marquardt (2004) ; Choi et Young (2015) ; Bouwens (2019)	+
	Degré de proéminence de RNGAAP	Bowen et al. (2005) ; Marques (2010) ; Cameron et al. (2012) ; Henry et al. (2020)	+
	Ampleur des retraitements non-GAAP	Cameron et al. (2012)	+
Utilisation de retraitements récurrents	Atteinte et / ou dépassement de résultats cibles	Black et Christensen (2009) ; Doyle et al. (2013) ; Lopez et al. (2019)	+
	Communication anticipée de RNGAAP	Brown et al. (2012)	+
Rémunération variable des dirigeants	Utilisation de retraitements récurrents	Isidro et Marques (2013)	+
	Degré de proéminence des RNGAAP		+
	Qualité de réconciliation		-
Ampleur des retraitements non-GAAP	Rémunération anormale des dirigeants	Guest et al. (2020)	+
	Utilisation de retraitements récurrents	Black et Christensen (2009)	+
Optimisme des investisseurs	Ampleur des retraitements non-GAAP	Brown et al. (2012)	+
	Utilisation de retraitements récurrents		+
	Degré de proéminence des RNGAAP		+
Risque de litiges avec les actionnaires	Fréquence de communication	Cazier et al. (2019)	-
Réputation des dirigeants	Ampleur des retraitements non-GAAP	Cheng (2017)	+
	Utilisation de retraitements récurrents		+
Mise en place d'une clause de « clawback »	Fréquence de communication	Kyung et al. (2019)	+
	Utilisation de retraitements récurrents		+

2.2.2. Des investisseurs induits en erreur ?

Si la divulgation de RNGAAP reflète une volonté délibérée de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise, il est possible que les investisseurs soient induits en erreur par certaines stratégies de communication (Merkl-Davies et Brennan, 2007)¹⁰⁰. En effet, ces derniers disposent d'une attention limitée susceptible d'influencer leur perception relative à ces indicateurs (Hirshleifer et Teoh, 2003). C'est particulièrement le cas des investisseurs peu sophistiqués (i.e. investisseurs individuels), ceux-ci étant sujets à des biais cognitifs importants (ex : heuristique d'ancrage) (Hogarth, 1993 ; Maines et McDaniel, 2000 ; Shleifer, 2012)¹⁰¹. Plusieurs études expérimentales montrent que les investisseurs individuels sont relativement plus optimistes que les investisseurs sophistiqués lorsqu'ils évaluent les RNGAAP (Frederickson et Miller, 2004 ; Elliott, 2006 ; Reimsbach, 2014 ; Brown et al., 2019)¹⁰².

Selon Elliott (2006), c'est moins la simple présence que la prééminence des RNGAAP au sein des communiqués de presse qui explique leur influence sur les investisseurs individuels. En outre, ceux-ci se fient davantage aux RNGAAP en présence d'éléments visuels (Brown et al., 2019). Finalement, les investisseurs sophistiqués peuvent également être influencés par les stratégies de divulgation de RNGAAP (Andersson et Hellman, 2007 ; Dilla et al., 2013). Par exemple, Dilla et al. (2013) révèlent que la présentation de graphiques au sein de communiqués de presse influence positivement le jugement des analystes financiers quant à la performance future de l'entreprise.

Une partie des études menées sur des données d'archive conforte l'idée que les investisseurs puissent être induits en erreur par la divulgation de RNGAAP. Tout d'abord, la réaction des investisseurs à l'annonce de RNGAAP est essentiellement attribuable à l'activité des investisseurs individuels (Allee et al., 2007 ; Bhattacharya et al., 2007). Par ailleurs, il semble que les investisseurs ne parviennent pas à incorporer dans leur décision l'ensemble des informations liées aux RNGAAP au moment de leur communication. D'un point de vue financier, cela se traduit par une correction à la baisse du rendement boursier dans les périodes

¹⁰⁰ Cette hypothèse implique une forme imparfaite du marché financier. Dans ce cadre, la divulgation d'informations erronées est susceptible de se traduire à court terme par une mauvaise allocation des ressources (« *reporting bias* »).

¹⁰¹ La littérature distingue deux grands types d'investisseurs. Les premiers regroupent l'ensemble des investisseurs institutionnels (ex : sociétés d'assurance, fonds de pension, gestionnaire de fonds) disposant de compétences et besoins spécifiques en matière d'information comptable et financière. Les second regroupent l'ensemble des investisseurs individuels que l'on qualifie généralement de « petits porteurs » (Bouzoubaa, 2015).

¹⁰² Selon Frederickson et Miller (2004), cet optimisme n'est pas la conséquence d'une évaluation financière objective mais plutôt d'un processus cognitif non intentionnel augmentant la fiabilité relative à ces indicateurs et perçue par ces investisseurs.

postérieures à l'annonce de RNGAAP par les dirigeants (Doyle et al., 2003 ; Landsman et al., 2007 ; Zhang et Zheng, 2011 ; Mehring et al., 2020)¹⁰³. Par exemple, Doyle et al. (2003), Landsman et al. (2007) et Curtis et al. (2014) constatent que les investisseurs ne parviennent pas à correctement évaluer la nature des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants, notamment lorsque ces derniers représentent des éléments récurrents. Certaines stratégies sont particulièrement à même de biaiser la prise de décision des investisseurs : la divulgation de RNGAAP associée à une faible transparence (Zhang et Zheng, 2011 ; Aubert et Grudnitski, 2014), leur communication anticipée (Brown et al., 2012), l'utilisation de retraitements permettant d'atteindre et / ou de dépasser des résultats cibles (Lopez et al., 2019) ou la divulgation de RNGAAP précédant une révision (« *restatement* ») des états financiers (Mehring et al., 2020).

Dans le même temps, il semble que les investisseurs ne soient pas forcément dupes quant aux intentions des dirigeants, et puissent ainsi sanctionner les stratégies de communication qu'ils considèrent comme opportunistes¹⁰⁴. Selon Lougee et Marquardt (2004), les investisseurs voient d'un mauvais œil la divulgation de RNGAAP quand celle-ci est motivée par la volonté de dépeindre une meilleure image de l'entreprise : le cas échéant, les investisseurs n'utilisent pas ces indicateurs pour leur prise de décision. D'autres travaux suggèrent que les investisseurs comprennent la nature opportuniste des retraitements récurrents et / ou permettant d'atteindre des résultats cibles (Chen, 2010 ; Doyle et al., 2013 ; Christensen et al., 2014). Doyle et al. (2013) constatent par exemple un rendement boursier négatif consécutif à l'utilisation de retraitements permettant d'atteindre le consensus de prévision des analystes financiers. De la même façon, les résultats de Christensen et al. (2014) révèlent que les investisseurs sophistiqués ont tendance à céder leurs titres lorsque les dirigeants utilisent ces types de stratégies. Dans le contexte Européen, Guillamon-Saorin et al. (2017) constatent que les stratégies discursives (i.e. tonalité, répétitions, prééminence) accompagnant la divulgation de RNGAAP atténuent l'attention portée par les investisseurs à ces indicateurs. Enfin, les investisseurs sont moins susceptibles d'être induits en erreur en présence d'investisseurs institutionnels et de membres indépendants au sein du conseil d'administration (Jennings et Marques, 2011).

En définitive, la littérature suggère l'existence d'une logique opportuniste associée à la divulgation de RNGAAP. Conformément à la théorie de l'agence, certaines stratégies de

¹⁰³ Cette révision (ou correction) du cours de l'action est qualifié de « *mispricing* » dans la littérature académique.

¹⁰⁴ Selon Barth et al. (2001), deux raisons peuvent expliquer l'absence de réaction des investisseurs à la suite de l'annonce d'une information : (i) l'information n'est pas utile ou (ii) l'information n'est pas fiable.

divulgation adoptées par les dirigeants reflètent une volonté de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise et de sa performance financière auprès des investisseurs. Pour cela, les dirigeants n'hésitent pas à communiquer des informations biaisées (ex : utilisation de retraitements récurrents) ou à présenter les RNGAAP de manière à altérer la perception des investisseurs (ex : prééminence, stratégies discursives). Cette gestion des impressions peut se traduire par des biais de la prise de décision des investisseurs ainsi que par une accapitation de la richesse créée par les dirigeants sous la forme de rémunération.

2.3. Conséquences de la régulation

Une partie de la littérature s'est intéressée aux conséquences des règles et / ou recommandations émises par les autorités de régulation sur la divulgation de RNGAAP¹⁰⁵. Pour l'essentiel, ces travaux ont documenté l'impact des interventions successives de la SEC dans le contexte américain (2.3.1.). Au contraire, le rôle et l'influence de la régulation en Europe et ailleurs dans le monde ont fait l'objet d'une littérature beaucoup plus limitée (2.3.2.).

2.3.1. L'impact de la Reg. G et des C&DI's aux États-Unis

Aux États-Unis, les travaux académiques ont principalement étudié l'impact de la « Regulation G » (ou Reg. G.), mise en place en 2003, et prescrivant des modalités spécifiques de divulgation des RNGAAP. A court terme, il semble que ce règlement ait permis d'accroître la pertinence des RNGAAP tout en limitant les stratégies de communication susceptibles d'altérer la perception des investisseurs. Tout d'abord, la mise en place de la Reg. G s'est traduite par une diminution de la fréquence et du volume de communication de RNGAAP (Nichols et al., 2005 ; Marques, 2006 ; Heflin et Hsu, 2008 ; Kolev et al., 2008). Nichols et al. (2005) constatent que près des deux tiers des entreprises ont cessé de divulguer ces indicateurs entre 2002 et 2003¹⁰⁶. Dans le même temps, la qualité des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants s'est améliorée à la suite de l'intervention de la SEC : ces ajustements sont moins importants et moins fortement associés à la performance future après 2003 (Kolev et al., 2008 ; Chen, 2010). De plus, les entreprises sont moins enclines à utiliser des retraitements récurrents et / ou permettant d'atteindre des résultats cibles (Heflin et Hsu, 2008 ; Black et al., 2017). Finalement, la Reg. G

¹⁰⁵ Les cadres réglementaires existants aux États-Unis, en Europe et en France ont fait l'objet d'une présentation détaillée dans le chapitre 1 (section 2) de la présente thèse.

¹⁰⁶ Selon Kolev et al. (2008), cette diminution est principalement le fait d'entreprises dont les retraitements non-GAAP étaient de moins bonne qualité avant la mise en place de la Reg. G.

semble avoir accru la crédibilité des RNGAAP aux yeux des investisseurs. Après 2003, ces derniers réagissent plus fortement à la divulgation de RNGAAP (Marques, 2006 ; Black et al., 2012) et sont moins à même d'être induits en erreur (Black et al., 2012 ; Jennings et Marques, 2011). Par exemple, Black et al. (2012) constatent que les investisseurs sont davantage en mesure d'identifier et de pénaliser les stratégies opportunistes de divulgation après 2003.

Pourtant, il semble que les effets de la Reg. G. aient surtout été observables à court terme. A plus long terme, la fréquence et le volume de communication de RNGAAP n'ont cessé de croître (Bentley et al., 2018 ; Black et al., 2018). Par ailleurs, la littérature documente le fait que certaines stratégies de divulgation opportunistes persistent, et ce même après l'intervention de la SEC (Kolev et al., 2008 ; Baumker et al., 2014 ; Black et al., 2017). Black et al. (2018) constatent par exemple que l'ampleur des retraitements non-GAAP a augmenté de l'ordre de 40 % entre 2009 et 2014. De plus, certains retraitements récurrents, tels que les charges de dépréciations ou liées à la rémunération des dirigeants en actions, continuent d'être fréquemment exclues. Kolev et al. (2008) suggèrent que les dirigeants se sont adaptés au nouvel environnement réglementaire, en reclassifiant certains retraitements récurrents comme étant de nature transitoire. Par exemple, Black et al. (2020) notent que certaines charges considérées jusqu'alors comme non récurrentes, telles que les dépenses de restructuration, sont, dans la pratique, exclues très régulièrement d'une période à l'autre. Enfin, des travaux suggèrent que certaines stratégies de divulgation continuent à induire en erreur les investisseurs (Mehring et al., 2020 ; Lopez et al., 2019). Par exemple, Lopez et al. (2019) montrent que les investisseurs continuent de se fier aux RNGAAP supérieurs à la prévision des analystes financiers, même en cas d'utilisation de retraitements récurrents par les dirigeants.

Les interventions plus récentes de la SEC ne semblent pas non plus avoir eu les effets escomptés. Par exemple, Bond et al. (2017) documentent que les interprétations émises par le régulateur américain en 2010 (« *Compliance and Disclosure Interpretations* ») se sont traduites par une diminution du contenu informationnel des RNGAAP et une recrudescence de l'utilisation de retraitements récurrents de la part des dirigeants. De plus, Chen et al. (2020) constatent que contrairement aux prescriptions des C&DI's, une proportion significative d'entreprises n'explique pas correctement les retraitements d'impôts liés à l'exclusion de charges et produits du calcul des RNGAAP. Enfin, Gomez et al. (2018) et Donelson et al. (2020) constatent que l'envoi par la SEC de « *comment letters* » ne se traduit pas nécessairement par une amélioration de la qualité des RNGAAP divulgués par les entreprises, ce qui suggère une inefficacité du régulateur américain à correctement faire respecter la bonne application de ses

règlements. Toutefois, suite au rebond constaté dans la divulgation de RNGAAP, la SEC a remis à jour ses interprétations en 2016. Celles-ci apportent des précisions quant au concept de prééminence et restreignent un certain nombre de stratégies de communication. Selon Black et Christensen (2018), cette intervention est venue considérablement restreindre la latitude des dirigeants relative à la divulgation de RNGAAP, au point que ces derniers en appellent à un assouplissement de la régulation existante.

2.3.1. L'impact des recommandations en Europe et dans le monde

En Europe, bien que plusieurs études documentent la communication de RNGAAP par les entreprises (Isidro et Marques, 2013 ; Isidro et Marques, 2015 ; Guillamon-Saorin et al., 2017), les conséquences de la régulation restent à ce jour peu (ou pas) étudiées. La seule étude à notre connaissance date de 2010 (Hitz, 2010). Dans le contexte allemand, Hitz (2010) a étudié l'impact des recommandations émises en 2005 par le CESR (ancien ESMA) sur la communication de RNGAAP. Ses résultats suggèrent que cette intervention ne s'est pas traduite par une amélioration de la qualité des RNGAAP communiqués. Au contraire, il constate une augmentation du volume de communication et de l'ampleur des retraitements non-GAAP ainsi qu'une diminution d'un nombre d'entreprises fournissant une réconciliation des RNGAAP.

En 2015, la mise en place des « *orientations relatives aux IAP* » par l'ESMA et leur transposition par les autorités nationales compétentes a marqué une avancée considérable dans l'encadrement de la divulgation de RNGAAP en Europe (ESMA, 2015). En 2017, le régulateur européen a par ailleurs précisé certaines modalités d'application de ces orientations en publiant un guide d'interprétation (ESMA, 2017). Malgré cela, les conséquences de ces interventions n'ont à ce jour pas fait l'objet de travaux académiques. En 2019, l'ESMA a néanmoins dressé un état des lieux relatif à l'application de ses orientations (ESMA, 2019). Sur l'année 2018, seules 16 entreprises sur les 123 étudiées se sont conformées en totalité aux recommandations de l'ESMA¹⁰⁷. Enfin, le rapport rapporte les difficultés rencontrées par les autorités nationales compétentes à faire correctement appliquer ces orientations. Ces difficultés sont liées : au manque de familiarité des entreprises avec les orientations de l'ESMA et à la réticence de certaines entreprises à abandonner certaines pratiques de communication antérieures.

¹⁰⁷ Ce rapport révèle ainsi que seulement 41 % des entreprises définissent correctement les RNGAAP communiqués tandis que 34 % fournissent des explications justifiant l'utilité de ces indicateurs pour les investisseurs.

Finale­ment, l'impact des recommandations mises en place dans d'autres pays reste largement inexploré. En Australie, l'autorité de régulation, l'« *Australian Securities and Investments Commission* » est intervenue en 2011 dans le but d'améliorer la transparence des RNGAAP. Cependant, les travaux académiques existants (ex : Cameron et al., 2012 ; Malone et al., 2016) portent sur des périodes antérieures et ne permettent pas d'évaluer l'impact de ces recommandations. En Nouvelle-Zélande, Rainsbury (2017) a étudié l'impact des recommandations mises en place en 2003 par la « *New-Zealand Financial Market Authority* ». Ses résultats ne permettent pas de conclure à une amélioration de la qualité des RNGAAP communiqués. Bien que les entreprises semblent se conformer à l'obligation de réconciliation, la plupart des retraitements utilisés ne sont pas (ou peu) rattachables aux états financiers, ce qui les rend opaques. Par ailleurs, un nombre considérable d'entreprises continue de divulguer des RNGAAP de façon préminente au sein des communiqués de presse analysés¹⁰⁸.

Dans l'ensemble, les travaux présentés plus haut nous apportent plusieurs clés de lecture. Conformément à la théorie de l'agence, la régulation est susceptible d'accroître l'attention portée aux RNGAAP par les actionnaires et leur capacité à sanctionner les comportements qu'ils considèrent comme contraires à leur intérêt. Conformément à la théorie du signal, la régulation rend plus coûteuse la divulgation de RNGAAP pour les dirigeants et permet d'accroître la crédibilité de ces indicateurs pour les investisseurs. Ainsi, la diminution des stratégies de communication opportunistes et l'amélioration de la pertinence des RNGAAP observées à la suite de l'intervention de la SEC corroborent cette idée.

¹⁰⁸ La portée de cette étude se trouve cependant limitée, celle-ci ne portant que sur la seule année 2013 (première année d'application).

Tableau 7. Synthèse : impact de la régulation sur la divulgation de RNGAAP

Influence		Auteurs	Effet observé
De	Sur		
Reg. G. (USA)	Fréquence de communication	Nichols et al. (2005) ; Marques (2006) ; Heflin et Hsu (2008) ; Kolev et al. (2008)	-
	Ampleur des retraitements non-GAAP	Kolev et al. (2008) ; Black et al. (2017)	-
	Utilisation de retraitements récurrents	Heflin et Hsu (2008) ; Black et al. (2017)	-
	Utilisation de retraitements permettant d'atteindre les résultats cibles	Heflin et Hsu (2008) ; Chen (2010) ; Black et al. (2017)	-
	Réaction des investisseurs	Marques (2006) ; Black et al. (2012) ; Jennings et Marques (2011)	+
C&DI's (USA)	Utilisation de retraitements récurrents	Bond et al. (2017)	+
	Réaction des investisseurs		+
<i>comment letters</i> (USA)	Ampleur des retraitements non-GAAP	Donelson et al. (2019) ; Jo et Yang (2020)	Pas d'effet
	Utilisation de retraitements récurrents		Pas d'effet
	Degré de proéminence	Jo et Yang (2020)	-
	Asymétrie d'information	Gomez et al. (2018)	+
Recommandations du CESR (Allemagne)	Fréquence de communication	Hitz (2010)	Pas d'effet
	Qualité de réconciliation des RNGAAP		-
	Degré de proéminence des RNGAAP		Pas d'effet
Recommandations du FMA (Nouvelle-Zélande)	Fréquence de communication	Rainsbury (2017)	Pas d'effet
	Qualité de réconciliation des RNGAAP		Pas d'effet
	Degré de proéminence des RNGAAP		Pas d'effet

Résumé de la sous-section 2

Les motivations permettant d'expliquer les stratégies de divulgation de RNGAAP sont ambivalentes. Une revue de la littérature nous a permis de mettre en évidence deux logiques de communication, toutes deux cohérentes avec les théories du signal et de l'agence mobilisées plus tôt : (i) une logique « informative » reflétant la volonté des dirigeants de fournir une information utile à la prise de décision des investisseurs et (ii) une logique « opportuniste » dont le but principal est de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise afin d'influencer la perception des investisseurs.

Conclusion de la section 2

L'objectif de cette section était de présenter un cadre d'analyse adapté à l'étude des motivations associées à la divulgation de RNGAAP par les dirigeants.

Il apparaît que la théorie du signal et la théorie de l'agence forment un cadre pertinent pour l'analyse de ces motivations. En effet, leur combinaison permet de capter à la fois la dimension informative et la dimension opportuniste de la divulgation de RNGAAP tout en prenant en compte l'impact de la régulation. En effet, dans une logique « informative », la divulgation permet aux dirigeants de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs. Cela engendre : (i) une meilleure allocation des ressources (théorie du signal) et / ou (ii) une diminution des coûts d'agence entre dirigeants et actionnaires (théorie de l'agence). Au contraire, la logique « opportuniste » considère la communication volontaire d'informations comme un moyen pour les dirigeants d'exploiter l'asymétrie d'information dans le but de maximiser leur utilité aux dépens des actionnaires de l'entreprise (théorie de l'agence).

La revue de la littérature réalisée montre la pertinence de ce cadre théorique. Tout d'abord, la divulgation de RNGAAP est rendue nécessaire afin de pallier les insuffisances de l'information réglementée et / ou de mieux orienter les investisseurs dans leur prise de décision. Toutefois, elle répond également à une volonté délibérée de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise auprès de ces derniers. En réduisant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants lors de la divulgation de RNGAAP, la régulation permet d'accroître leur pertinence tout en limitant l'opportunisme.

La transposition d'un tel cadre à la divulgation de RNGAAP étant établie, la prochaine section aura pour objet de développer les hypothèses découlant de la question de recherche présentée en introduction de cette thèse.

Section 3. Hypothèses de recherche : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP

L'objectif de cette section est de présenter les hypothèses découlant de notre question de recherche : quels sont les facteurs expliquant la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants ? Cinq séries d'hypothèses seront présentées. Celles-ci porteront sur : l'utilisation des retraitements non-GAAP par les dirigeants (1.), l'atteinte et / ou dépassement de résultats « cibles » (2.), la pertinence du résultat GAAP (3.), la complexité interne de l'entreprise (4.), l'influence de l'actionnariat institutionnel et des analystes financiers (5.).

1. Hypothèses relatives à l'utilisation des retraitements non-GAAP

Le cadre théorique préalablement mobilisé nous amène tout d'abord à considérer l'ampleur des retraitements non-GAAP comme un facteur susceptible d'expliquer la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants.

Les retraitements non-GAAP correspondent aux charges et / ou produits considérés par les dirigeants comme étant non-récurrents et exclus du calcul des RNGAAP. Dans une logique informative, leur utilisation est justifiée par la nécessité d'éliminer les éléments peu pertinents pour l'évaluation de l'entreprise et ainsi de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs (Choi et Young, 2015). Lorsque l'ampleur des retraitements utilisés est importante, cette asymétrie est donc susceptible d'être particulièrement forte. Aussi, les dirigeants peuvent être incités à mettre davantage en avant les RNGAAP de façon à signaler plus efficacement aux investisseurs les informations privées à leur connaissance. Par exemple, la mise en avant des RNGAAP permet d'offrir un espace plus important aux dirigeants pour commenter les éléments transitoires ayant impacté le résultat GAAP.

Dans le même temps, l'utilisation importante de retraitements non-GAAP se traduit par la divulgation de RNGAAP dont le montant diffère significativement de celui du résultat GAAP. Par exemple, l'exclusion de charges conduit mécaniquement à un accroissement des RNGAAP. Dans une logique opportuniste, la communication de nouvelles favorables permet aux dirigeants d'altérer la perception des investisseurs sur la réalité économique de l'entreprise. A mesure que l'ampleur des retraitements non-GAAP augmente, la différence de montant

existante avec le résultat GAAP devient plus importante, ce qui peut inciter les dirigeants à davantage mettre l'accent sur les RNGAAP. Ainsi, la prééminence accordée aux RNGAAP peut être un moyen de dissimuler les résultats issus de l'information réglementée.

En définitive, nous postulons que l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés est susceptible d'inciter les dirigeants à accorder davantage de visibilité aux RNGAAP au sein de la communication financière. Cette stratégie est tout aussi cohérente avec une logique informative (réduction de l'asymétrie d'information) qu'avec une logique opportuniste (stratégie de gestion des impressions). Notre première hypothèse prédit donc une association positive entre l'ampleur totale des éléments exclus du calcul des RNGAAP et la prééminence accordée à ces indicateurs par les dirigeants. Celle-ci est formulée comme suit :

H₁ : La prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants augmente avec l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés.

Par ailleurs, la nature des retraitements utilisés par les dirigeants est susceptible d'influencer la prééminence accordée aux RNGAAP dans la communication financière. Compte tenu de leur connaissance de l'activité de l'entreprise et de leur position privilégiée, les dirigeants sont les plus à même d'identifier la nature récurrente ou non récurrentes des charges et / ou produits impactant le résultat de l'entreprise (Choi et al., 2007). Pourtant, la littérature rapporte une utilisation importante de retraitements récurrents par les dirigeants (Black et al., 2018). Par exemple, les charges de dépréciations et les dépenses liées à la rémunération des dirigeants en actions sont parmi les retraitements les plus fréquemment utilisés par les entreprises (Bhattacharya et al., 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Clinch et al., 2019). Dans la mesure où de tels retraitements sont amenés à survenir régulièrement dans le temps, leur exclusion du calcul des RNGAAP apparaît peu justifiée. Corroborant cette idée, les retraitements récurrents se trouvent être associés au rendement boursier ainsi qu'à la performance future de l'entreprise (Doyle et al., 2003 ; Chen, 2010 ; Jennings et Marques, 2011). Si les retraitements présentent de l'utilité pour l'évaluation de l'entreprise, leur exclusion du calcul des RNGAAP est susceptible d'induire en erreur les investisseurs (Doyle et al., 2003).

Dans l'ensemble, cette stratégie semble donc davantage refléter la volonté d'altérer la perception des investisseurs. Par exemple, l'utilisation des retraitements récurrents peut servir aux dirigeants à accroître artificiellement le montant des RNGAAP divulgués (Black et al., 2012 ; Doyle et al., 2013). Cette distorsion de l'information peut s'accompagner d'une stratégie de gestion des impressions. La visibilité accordée aux RNGAAP peut dans ce cadre s'avérer

utile. En mettant davantage en avant ces indicateurs, les dirigeants peuvent convaincre plus facilement les investisseurs du bien-fondé des RNGAAP. Ainsi, la prééminence accordée aux RNGAAP se trouve associée avec un certain nombre de stratégies de divulgation « agressives », telles que la communication anticipée des RNGAAP ou encore leur divulgation en période d'optimisme des investisseurs (Brown et al., 2012 ; Brown et al., 2012).

Compte tenu de ces arguments, la deuxième hypothèse prédit une association positive entre la prééminence accordée aux RNGAAP et l'utilisation de retraitements récurrents par les dirigeants. Celle-ci est énoncée comme suit :

H₂ : La prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants est plus importante en cas d'utilisation de retraitements non-GAAP « récurrents ».

2. Hypothèse relative à l'atteinte / dépassement de résultats cibles

La troisième hypothèse de recherche postule l'existence d'un lien entre la prééminence accordée aux RNGAAP et l'atteinte / dépassement de résultats cibles.

Dans le cadre de leurs fonctions, les dirigeants disposent d'incitations fortes à délivrer un certain niveau de performance. En effet, les contrats les liant à l'entreprise reposent en partie sur des objectifs de performance fixés à l'avance (Watts et Zimmerman, 1978 ; Holthausen, 1990 ; Holthausen et Watts, 2001). Par exemple, l'atteinte de la prévision des analystes financiers et / ou du résultat de la période précédente constituent pour eux des objectifs cruciaux (Jensen, 2004 ; Graham et al., 2005). Du point de vue des actionnaires de l'entreprise, ces résultats « cibles » présentent une fonction contractuelle leur permettant d'évaluer la bonne gestion des ressources allouées aux dirigeants. De ces résultats « cibles » peuvent ainsi dépendre leur rémunération, leur maintien en poste ou encore leur réputation sur le marché du travail (Matsunaga et Park, 2001 ; Hayward et Fitza, 2017). En outre, les marchés financiers interprètent l'atteinte de tels objectifs comme un signal attestant de la qualité de l'entreprise et de ses perspectives futures. Par conséquent, les investisseurs récompensent (sanctionnent) les entreprises publiant un résultat comptable supérieur (inférieur) à ces derniers (Bartov et al., 2002 ; Kasznik et McNichols, 2002 ; Shanthikumar, 2012).

Lorsque le résultat GAAP se situe en deçà d'un résultat cible, les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires sont particulièrement élevés (Graham et al., 2005). Une telle situation est propice à l'utilisation de stratégies de gestion des impressions (Merkl-Davies et Brennan,

2011). Afin de tempérer les conséquences négatives liées à la publication d'un résultat GAAP inférieur à l'objectif, les dirigeants peuvent être incités à accorder plus (moins) d'importance aux RNGAAP (résultats GAAP) au sein de leur communication financière. Cette stratégie peut s'avérer d'autant plus efficace lorsque les RNGAAP divulgués sont supérieurs à ces mêmes résultats cibles (Doyle et al., 2013 ; Lopez et al., 2019). Dans ce cas de figure, les entreprises convertissent une nouvelle défavorable en nouvelle favorable. Selon Andersson et Hellman (2007), cette différence de « framing » est susceptible d'accentuer le biais d'ancrage subi par les investisseurs lors de leur prise de décision. Ainsi, les investisseurs sont particulièrement à même d'être induits en erreur par la proéminence accordée aux RNGAAP lorsque ces derniers sont d'un montant plus élevé que les résultats cibles.

Compte tenu des arguments présentés plus haut, nous postulons que le fait de divulguer un RNGAAP égal ou supérieur à un résultat cible est un facteur incitant les dirigeants à présenter ces indicateurs avec proéminence. Cette prédiction va dans le sens d'une logique opportuniste de gestion des impressions de la part des dirigeants. Notre troisième hypothèse est donc formulée comme ceci :

H₃ : La proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants est plus importante lorsque ces indicateurs sont d'un montant égal ou supérieur aux résultats cibles.

3. Hypothèse relative à la pertinence du résultat GAAP

L'hypothèse suivante postule une relation entre la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants et la pertinence du résultat GAAP.

La pertinence de l'information comptable joue un rôle crucial dans le fonctionnement des marchés de capitaux (Barth et al., 2001 ; Healy et Palepu, 2001 ; Dichev et al., 2013). Selon l'IASB, un des objectifs principaux des états financiers est de fournir une information utile à la prise de décision des investisseurs. Lorsque l'information réglementée ne reflète pas correctement la réalité économique de l'entreprise (i.e. faible pertinence), la capacité des investisseurs à évaluer la qualité de celle-ci s'en trouve diminuée (risque de sélection adverse). Cette situation peut ainsi conduire ces derniers à sous-évaluer (sur-évaluer) des entreprises présentant des bonnes (mauvaises) perspectives (Akerlof, 1970). Par ailleurs, la faible pertinence de l'information réglementée affecte la portée « contractuelle » des états financiers. Pour la théorie de l'agence, l'information comptable permet aux dirigeants de rendre compte

de leur gestion auprès des apporteurs de capitaux (Jensen et Meckling, 1976 ; Watts et Zimmerman, 1978). Les « contrats » établis entre les actionnaires et les dirigeants peuvent ainsi reposer sur les chiffres comptables publiés. Ainsi, la faible pertinence des résultats normalisés est susceptible d'accroître les coûts d'agence liés à l'incapacité pour les actionnaires d'évaluer les efforts entrepris par les dirigeants. Une telle situation est problématique dans la mesure où elle peut conduire à des comportements opportunistes de la part des dirigeants (Holthausen, 1990).

En signalant aux investisseurs des informations privées relatives aux éléments non pertinents pour l'évaluation de l'entreprise, la divulgation de RNGAAP peut être un moyen de pallier à ces deux problématiques. (Lougee et Marquardt, 2004 ; Choi et Young, 2015). Cependant, dans la mesure où la communication de ces indicateurs concerne aujourd'hui la plupart des entreprises (Black et al., 2018), il peut s'avérer difficile pour les investisseurs de distinguer les « bonnes » des « mauvaises » entreprises (Akerlof, 1970). En rendant l'information plus visible aux yeux des investisseurs, la mise en avant des RNGAAP permet ainsi à l'entreprise de se distinguer davantage de ses concurrentes et de rendre l'information plus crédible (Bowen et al., 2005 ; Henry et al., 2020). Du point de vue des actionnaires de l'entreprise, la prééminence accordée aux RNGAAP peut être un moyen pour les dirigeants de se dédouaner en commentant et en justifiant plus en détails les éléments ayant affecté les résultats de l'entreprise. Ce faisant, les dirigeants peuvent ainsi restaurer la confiance des actionnaires et conforter leur position au sein de l'entreprise.

En définitive, lorsque les résultats issus de l'information réglementée sont peu pertinents, les dirigeants devraient être incités à mettre l'accent sur les RNGAAP. Une telle stratégie permet ainsi de faciliter la prise de décision des investisseurs (risque de sélection adverse) et de réduire les coûts d'agence existants entre dirigeants et actionnaires. La quatrième hypothèse prédit donc que la prééminence accordée aux RNGAAP devient plus importante à mesure que la pertinence du résultat GAAP diminue. Celle-ci est énoncée comme suit :

H₄ : La prééminence accordée aux RNGAAP est plus importante lorsque la pertinence du résultat GAAP est faible.

4. Hypothèse relative à la complexité interne de l'entreprise

L'hypothèse suivante postule une relation entre la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants et le degré de complexité existant au sein de l'entreprise.

La complexité organisationnelle peut être la conséquence de facteurs externes (ex : présence à l'international, diversification de l'offre de produits, etc.) ou internes (ex : dépenses liées à la R&D, intensité des actifs incorporels, etc.). Celle-ci est susceptible de compliquer aux utilisateurs de l'information financière la lecture des résultats issus de l'information règlementée (Gu et Wang, 2005). Par exemple, la dépréciation des écarts d'acquisition peut s'avérer difficilement interprétable économiquement parlant. Le risque de sélection adverse en découlant rend nécessaire la divulgation d'informations supplémentaires de la part des dirigeants. Dans le même temps, un fort niveau de complexité peut rendre les agissements de ces derniers difficilement observables, ce qui est susceptible d'accroître le risque de comportements opportunistes de leur part (risque d'aléa moral). Les dirigeants peuvent par exemple s'engager dans des opérations risquées et peu créatrices de valeur aux dépens de l'intérêt des apporteurs de capitaux. Ils peuvent également en profiter pour accroître leur rémunération (Bushman et al., 2004). Dans ce cadre, les actionnaires peuvent exiger des dirigeants la communication d'informations supplémentaires leur permettant de correctement évaluer leur gestion.

La proéminence accordée aux RNGAAP peut alors jouer plusieurs rôles. D'un côté, elle peut constituer un outil permettant aux entreprises complexes de révéler des informations privées et réduire l'asymétrie avec les investisseurs (Jeanjean et al., 2018 ; Brown et al., 2019). D'un autre côté, cette importance qui leur est accordée peut également être un moyen pour les dirigeants de se dédouaner auprès des actionnaires. Elle peut par exemple laisser aux dirigeants la possibilité de commenter et / ou justifier les leviers sur lesquels leur gestion se doit d'être appréciée.

Par conséquent, nous postulons que la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants est plus importante à mesure que le degré de complexité interne de l'entreprise augmente. Notre hypothèse est formulée comme suivant :

H₅ : La proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants augmente avec le degré de complexité interne de l'entreprise.

5. Hypothèses relatives à l'influence de l'actionnariat institutionnel et des analystes financiers

Finalelement, notre cadre théorique nous amène à considérer le rôle potentiel joué par deux parties prenantes de l'entreprise : les investisseurs institutionnels et les analystes financiers.

La présence d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise est susceptible de façonner les pratiques de divulgation volontaire des entreprises. Selon Brabet (2002, p. 205), le terme d'investisseurs institutionnel désigne « *un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations* ». De par leur activité de gestion d'actifs, les besoins en informations comptables et financières des investisseurs institutionnels sont particulièrement importants (Bouzoubaa, 2015). Ces derniers disposent de compétences en matière comptable et financière, leur permettant d'acquérir plus facilement et rapidement les informations à disposition des dirigeants (Dye, 1998). Aussi, la présence de tels investisseurs est censée encourager ces derniers à dévoiler les informations privées à leur disposition, permettant ainsi de réduire l'asymétrie d'information entre les investisseurs « informés » et les « non informés » (Diamond et Verrecchia, 1991 ; Dye, 1998). Ainsi, le volume de communication volontaire se trouve positivement associé à la présence d'investisseurs institutionnels (Healy et Palepu, 2001 ; Koh, 2003 ; Ajinkya et al., 2005).

De la même façon, les investisseurs institutionnels peuvent encourager les dirigeants à révéler leurs informations relatives aux éléments non récurrents survenus au cours de l'exercice, *via* la divulgation de RNGAAP. Jennings et Marques (2011) constatent ainsi que les entreprises divulguant de tels indicateurs (par rapport aux entreprises dont ce n'est pas le cas) sont détenues par une part plus importante d'investisseurs institutionnels. Toutefois, l'influence de ces derniers dans la façon de présenter ces indicateurs apparaît moins évidente. Si la volonté des dirigeants est de réduire l'asymétrie d'information existant au sein de l'entreprise (logique informative), ceux-ci peuvent être plus enclins à accroître la visibilité des RNGAAP dans leur communication financière. D'un autre côté, une telle stratégie peut s'avérer vaine compte tenu du fait que les investisseurs institutionnels ne semblent pas (ou très peu) influencés par l'importance excessive accordée aux RNGAAP au sein des communiqués de presse (Elliott, 2006 ; Dilla et al., 2013).

Par ailleurs, si la volonté des dirigeants est de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise (logique opportuniste), la présence d'investisseurs institutionnels est susceptible de contraindre la prééminence accordée aux RNGAAP. Contrairement aux investisseurs individuels (i.e. investisseurs peu sophistiqués), les investisseurs institutionnels disposent de compétences pointues en matière d'informations comptables et financières, leur permettant de voir « à travers » les chiffres communiqués par les entreprises (Christensen et al., 2014). Sous le prisme de la théorie de l'agence, l'actionnariat institutionnel constitue ainsi un mécanisme de gouvernance permettant de discipliner les dirigeants (Bushee, 2001 ; Chung et al., 2002 ; Westphal et Bednar, 2008) et d'accroître la qualité de l'information communiquée (Frankel et al., 2011). Ces investisseurs peuvent par exemple engager la responsabilité des dirigeants, tenter une prise de contrôle disciplinaire (ex : OPA hostile) ou tout simplement désinvestir de l'entreprise (Parrino et al., 2003). Conformément à cette idée, Guillamon-Saorin et al. (2017) constatent que les investisseurs institutionnels sanctionnent les entreprises divulguant des RNGAAP lorsque celles-ci usent de stratégies de gestion des impressions.

En définitive, que cette stratégie reflète une logique informative ou une logique opportuniste, la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants nous semble peu cohérente en présence d'investisseurs sophistiqués. Par conséquent, nous postulons qu'une telle stratégie est négativement associée à la présence d'investisseurs institutionnels au sein de l'entreprise. Notre hypothèse est énoncée comme suivant :

H₆ : La prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants est moins importante en présence d'investisseurs institutionnels au sein de l'entreprise.

Les analystes financiers constituent des intermédiaires clés du fonctionnement des marchés de capitaux (Healy et Palepu, 2001). En collectant et en disséminant de l'information auprès des investisseurs, ces derniers permettent de réduire l'asymétrie d'information existante au sein de l'entreprise et le risque de sélection adverse en découlant (Akerlof, 1970 ; Lang et Lundholm, 1996 ; Healy et Palepu, 2001). Par ailleurs, les analystes financiers jouent également un rôle disciplinaire au sein de l'entreprise en contribuant à diminuer les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires (Healy et Palepu, 2001).

Plusieurs arguments suggèrent que la présence d'analystes financiers puisse accroître la prééminence accordée aux RNGAAP. En offrant plus de visibilité aux entreprises, la présence d'analystes financiers peut inciter les dirigeants à accorder une importance plus grande à leur communication financière de manière à en accroître l'impact vis-à-vis de leurs audiences

(Bowen et al., 2005). En effet, la présence de ces intermédiaires permet de rendre l'information plus crédible aux yeux des investisseurs (Lang et Lundholm, 1996 ; Healy et Palepu, 2001). Par conséquent, la proéminence accordée aux RNGAAP peut être un moyen d'attirer plus facilement des capitaux supplémentaires, d'augmenter le cours de l'action ou encore de bénéficier d'avantages liés à la réputation de l'entreprise. Par ailleurs, la visibilité associée à la présence d'analystes financiers est susceptible de rendre plus efficace l'usage par les dirigeants de stratégies de gestion des impressions. Comme le suggèrent Henry et al. (2020), tous les analystes ne disposent pas nécessairement de l'expertise nécessaire leur permettant d'identifier les intentions réelles des dirigeants. Ainsi, si la proéminence reflète une volonté de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise, la présence d'analystes financiers peut apporter un écho plus important à la divulgation de RNGAAP et altérer d'autant plus leur appréciation de la performance de l'entreprise.

Pourtant, d'autres arguments sont plus cohérents avec une absence d'effets des analystes financiers sur la proéminence accordée aux RNGAAP. Pour commencer, on peut supposer qu'une entreprise « informative » accordera davantage de visibilité aux RNGAAP quel que soit le nombre d'analystes couvrant l'entreprise, pourvu qu'une telle stratégie permette d'apporter de l'information utile aux investisseurs. De plus, à l'instar des investisseurs institutionnels, les analystes financiers ne semblent pas être influencés par la proéminence accordée aux RNGAAP (Elliott, 2006 ; Dilla et al., 2013). Par conséquent, l'impact associé à une gestion des impressions de la part des dirigeants pourrait s'avérer nul. Au contraire, il est possible que la proéminence accordée aux RNGAAP soit davantage destinée aux investisseurs peu sophistiqués. Auquel cas, on peut supposer une association négative entre l'utilisation d'une telle stratégie et la présence d'analystes financiers.

Pour résumer, les arguments présentés plus haut nous conduisent à supposer qu'il existe bel et bien une influence du nombre d'analystes financiers suivant l'entreprise sur la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants. Cependant, notre discussion théorique ne nous permet pas de conclure quant au sens de cette relation. Par conséquent, notre hypothèse est non directionnelle et est énoncée comme suivant :

H₇ : La proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants est associée au nombre d'analystes suivant l'entreprise.

Tableau 8. Récapitulatif des hypothèses

N°	Variable	Effet attendu sur la prééminence
<i>H₁</i>	Ampleur des retraitements non-GAAP (positifs et négatifs) utilisés.	+
<i>H₂</i>	Utilisation de retraitements non-GAAP « récurrents ».	+
<i>H₃</i>	Divulgation de RNGAAP égal ou supérieur aux résultats cibles.	+
<i>H₄</i>	Faible pertinence du résultat GAAP.	+
<i>H₅</i>	Degré de complexité interne de l'entreprise	+
<i>H₆</i>	Présence d'investisseurs institutionnels au sein de l'entreprise.	-
<i>H₇</i>	Nombre d'analystes suivant l'entreprise.	+ / -

Conclusion de la section 3

L'objectif de cette section était de présenter les hypothèses de recherche de cette thèse. Ces hypothèses ont été formulées sur la base de notre cadre théorique et portent sur un ensemble de facteurs susceptibles d'expliquer le choix des dirigeants de présenter les RNGAAP avec prééminence au sein de la communication financière des entreprises.

Au total, cinq séries d'hypothèses ont été formulées. Celles-ci portent sur : l'utilisation des retraitements non-GAAP (hypothèses H_1 et H_2), l'atteinte / dépassement de résultats cibles (hypothèse H_3), la pertinence du résultat GAAP (hypothèse H_4), la complexité interne de l'entreprise (hypothèse H_5) et le rôle joué par les investisseurs institutionnels ainsi que les analystes financiers (hypothèses H_6 et H_7).

Conformément au cadre théorique mobilisé, certaines de ces hypothèses prédisent que la prééminence accordée aux RNGAAP reflète une logique « informative », dont l'objectif est de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs. Au contraire, d'autres hypothèses vont plutôt dans le sens d'une logique « opportuniste », dont l'objectif est de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise et / ou de détourner l'attention des investisseurs des résultats normalisés.

Conclusion du chapitre 2

L'objectif de ce chapitre était de présenter l'assise théorique de notre travail.

Tout d'abord, un premier état des lieux des travaux académiques nous a permis de prendre la mesure de la diversité des stratégies de divulgation de R Ngaap adoptées par les dirigeants. Malgré leur diversité, ces travaux laissent de côté certaines dimensions de cette divulgation. Par ailleurs, la divulgation de R Ngaap n'est pas neutre mais reflète les motivations des dirigeants. Afin de mieux problématiser notre objet de recherche, nous avons ainsi mobilisé un cadre théorique permettant l'explication de la communication volontaire d'information. A partir des théories du signal et de l'agence, nous avons identifié deux logiques de divulgation de R Ngaap : une logique « informative » et une logique « opportuniste ». Toutefois, les recherches existantes semblent se heurter à la difficulté de discriminer ces deux logiques. Ainsi, la revue de la littérature réalisée révèle la nécessité de poursuivre les travaux existants afin : (i) de décrire de façon multidimensionnelle les stratégies de divulgation adoptées en France et (ii) d'éclaircir les motivations associées à la prééminence accordée aux R Ngaap par les dirigeants. Enfin, à partir du cadre théorique mobilisé, nous avons développé les hypothèses de recherche découlant de notre deuxième question de recherche. Celles-ci supposent une relation entre la prééminence accordée aux R Ngaap par les dirigeants et un ensemble de caractéristiques liées cette divulgation et / ou propres aux entreprises.

Ces hypothèses ayant été présentées, il convient à passer à la partie empirique de cette thèse. Dans le chapitre 3, nous présenterons la méthodologie employée pour tester ces hypothèses. Enfin, dans les chapitres 4 et 5, nous présenterons et discuterons les résultats de la recherche.

Chapitre 3. Démarche méthodologique

Introduction du chapitre 3

L'objectif de ce chapitre est de présenter la démarche méthodologique mobilisée au sein de cette thèse afin de répondre à nos hypothèses de recherche. Celle-ci nous permet de faire le lien entre la partie théorique, *via* le développement des hypothèses (chapitre 2) et les résultats empiriques (chapitres 4 et 5).

Cette recherche s'inscrit dans une démarche hypothético-déductive. Le test de nos hypothèses est fondé sur une méthodologie quantitative. Celle-ci repose sur : (i) la collecte de données issues de la communication financière d'entreprises sélectionnées au sein d'un échantillon d'étude, (ii) l'opérationnalisation de ces données en variables et (iii) l'utilisation de tests statistiques permettant de répondre aux hypothèses de recherche. La démarche méthodologique doit faire l'objet d'une attention particulière afin de permettre au lecteur de s'assurer de la fiabilité et de la reproductibilité de la recherche. Par ailleurs, les variables mobilisées sont ici explicitées au regard des objectifs poursuivis par ce travail de recherche.

Ce chapitre fera l'objet de trois sections distinctes. Nous exposerons tout d'abord la méthode de collecte de données et présenterons brièvement l'échantillon d'étude (section 1). Dans une deuxième section, nous présenterons la méthodologie employée pour mesurer les différentes dimensions constitutives des stratégies de divulgation de RINGAAP (section 2). Enfin, les modèles économétriques nous permettant de tester nos hypothèses de recherche seront présentés (section 3).

Section 1. Collecte de données et description de l'échantillon

L'objectif de cette section est de présenter la collecte des données et de décrire l'échantillon d'étude utilisé. Après avoir justifié la démarche générale adoptée dans cette thèse (1.), nous présenterons plus spécifiquement la procédure de collecte de ces données (2.). Enfin, nous décrirons brièvement l'échantillon d'étude utilisé (3.).

1. Justification de la démarche adoptée

Dans cette sous-section, nous justifierons successivement : le choix du communiqué de presse comme support de divulgation étudié (1.1.) et le choix d'une collecte manuelle des RNGAAP au sein de ces communiqués de presse (1.2.).

1.1. Choix du communiqué de presse comme support de divulgation

Les données sont collectées à partir des **communiqués de presse de résultats annuels** émis par les entreprises. Le choix de ce support est motivé par deux raisons principales. Tout d'abord, les communiqués de résultats annuels constituent un support privilégié pour la divulgation volontaire d'information des entreprises. Contrairement aux rapports annuels, ils laissent une grande flexibilité aux dirigeants quant à la structure et au contenu de l'information. En outre, les dirigeants disposent de la possibilité de commenter à leur guise les résultats financiers de la période et de fournir toute information supplémentaire qu'ils jugent nécessaire. Par exemple, les communiqués de presse constituent un vecteur privilégié par les entreprises pour la communication de prévisions de résultats (Penman, 1980 ; Ajinkya et al., 2005 ; Brown et Huang, 2013) ou de RNGAAP (Bowen et al., 2005 ; Guillamon-Saorin et al., 2017).

Par ailleurs, les communiqués de presse bénéficient d'une attention accrue de la part des investisseurs. Publiés en amont du rapport annuel, ils font état des « chiffres clés » et des résultats « préliminaires » arrêtés par le conseil d'administration. Aussi, les investisseurs étant soucieux de disposer d'informations dans un laps de temps le plus court possible (Dichev et al., 2013), l'information présente au sein des communiqués de presse présente un contenu informationnel supérieur à celui publié dans les rapports annuels (Louis et al., 2008 ; Davis et Tama-Sweet, 2012 ; Brown et al., 2012). En outre, ce support de communication bénéficie d'une importante visibilité. L'information présente dans ces communiqués est largement reprise

par la presse financière spécialisée (ex : Bloomberg, Reuters, Financial Time, Les Echos) ou les services d'analystes financiers (ex : Factset, IBES), qui contribuent à sa diffusion auprès d'un large public (García Osma et Guillamón-Saorín, 2011 ; Davis et Tama-Sweet, 2012). Ainsi, dans la mesure où les investisseurs accordent une plus grande importance à l'information présente au sein des communiqués de presse, l'étude des stratégies de divulgation de RNGAAP à partir de ce support de communication nous semble particulièrement pertinente.

Les **communiqués de presse ont été collectés manuellement à partir des sites internet** des entreprises composant notre échantillon (entreprise du SBF 120)¹⁰⁹. Alors qu'une partie des travaux académiques a collecté ces communiqués *via* les articles de la presse spécialisée (Bhattacharya et al., 2004 ; Aubert, 2010), nous avons choisi de nous fier directement au matériau fourni par les entreprises. En effet, bien que la presse spécialisée retranscrive fidèlement le contenu de l'information divulguée, elle n'en reprend pas nécessairement la forme (ex : présentation de tableaux, taille de police). Or, dans la mesure où la façon de présenter les RNGAAP est une composante des stratégies de divulgation, la collecte des communiqués effectivement publiés nous semble être plus pertinente. Pour chaque entreprise, nous nous sommes rendus sur le site internet du groupe, dans la rubrique relative aux relations avec les investisseurs. Ces rubriques mettent à disposition du public les informations publiées au titre de l'information permanente (ex : dépassement de seuils, opération de rachat d'actions) et périodique (ex : états financiers semestriels, information trimestrielle relative au chiffre d'affaires). À partir de là, les communiqués de résultats annuels ont été téléchargés sous format PDF pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon et des années d'étude (2011-2017).

1.2. Choix d'une collecte manuelle des RNGAAP

Deux approches distinctes sont adoptées dans la littérature pour collecter les RNGAAP : (i) leur extraction automatisée des RNGAAP au sein des communiqués *via* l'utilisation de mots clés (Lougee et Marquardt, 2004 ; Bhattacharya et al., 2004 ; Aubert, 2010) et (ii) la collecte manuelle *via* l'analyse des communiqués de presse (Isidro et Marques, 2015 ; Guillamon-Saorin et al., 2017 ; Black et al., 2018)¹¹⁰.

¹⁰⁹ La présentation détaillée de l'échantillon d'étude sera l'objet de la sous-section 3.

¹¹⁰ En outre, certains travaux ont utilisé les *street earnings* calculés par les services d'analystes financiers comme *proxy* des RNGAAP présents au sein des communiqués de presse (Doyle et al., 2003 ; Kolev et al., 2008 ; Doyle et al., 2013). Toutefois, cette approche présente certains biais et ne permet pas de rendre compte de la diversité des stratégies adoptées par les dirigeants.

(i) La première approche (*approche par mots-clés*) consiste à établir à partir de la littérature antérieure une liste de qualificatifs utilisés par les dirigeants pour désigner les RNGAAP dans le but d'en identifier la présence au sein des communiqués de presse¹¹¹. Cette méthode présente l'intérêt de limiter la marge d'interprétation du chercheur lors de la procédure de collecte en assurant une certaine cohérence dans les indicateurs choisis (Marques, 2017). Dans le même temps, celle-ci est susceptible de conduire à un biais de sélection dans la mesure où elle implique de déterminer *a priori* les dénominations utilisées par les dirigeants pour qualifier les RNGAAP.

(ii) La deuxième approche (*approche manuelle*) consiste à analyser dans le détail le contenu de chaque communiqué de presse afin de collecter les RNGAAP de façon manuelle. Dans ce cadre, ceux-ci sont collectés par opposition au référentiel comptable applicable¹¹². Contrairement à l'approche par mots-clés, la collecte manuelle des RNGAAP permet de rendre compte des stratégies de divulgation de façon plus exhaustive et de limiter les biais de sélection. Toutefois, cette méthode exige la plus grande prudence de la part du chercheur afin d'assurer la fiabilité et la cohérence des indicateurs collectés (Marques, 2017).

Dans la mesure où ce travail doctoral s'intéresse aux stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées par les dirigeants, **une collecte manuelle des RNGAAP a été choisie**. Conformément à Marques (2006) et Guillamon-Saorin et al. (2017), ces derniers sont retranscrits manuellement à partir d'une analyse détaillée de chaque communiqué de presse.

¹¹¹ Dans le contexte français, Aubert (2010) a ainsi collecté les RNGAAP en utilisant les mots clés-suivants : « résultat net ajusté », « résultat net avant dépréciation du goodwill », « résultat net avant éléments exceptionnels », « résultat net par action pro forma ».

¹¹² Par exemple, Black et al. (2018) ont considéré comme RNGAAP tous les indicateurs n'étant pas explicitement désignés par le référentiel américain (US GAAP).

2. Collecte de données

Dans cette sous-section, nous présenterons dans le détail la procédure de collecte de données. Nous exposerons tout d'abord la procédure de collecte des RNGAAP en tant que tels (2.1.) avant d'exposer la procédure de collecte des retraitements non-GAAP (2.2.).

2.1. Collecte et classification des RNGAAP

La collecte manuelle des RNGAAP nécessite une méthodologie rigoureuse. Au regard du volume des informations présentes au sein des communiqués de presse, il convient de justifier les choix effectués afin d'assurer la fiabilité de la procédure de collecte et de faciliter sa reproductibilité pour des recherches futures. Pour chaque entreprise de l'échantillon d'étude, l'ensemble des communiqués de presse ont été analysés afin d'identifier la présence (ou pas) de RNGAAP. Ceux-ci ont été collectés en référence à la définition donnée par l'ESMA et reprise par l'AMF. Ils regroupent tous les indicateurs autres que ceux précisément définis par la norme IAS 1 et communiqués à l'extérieur des états financiers.

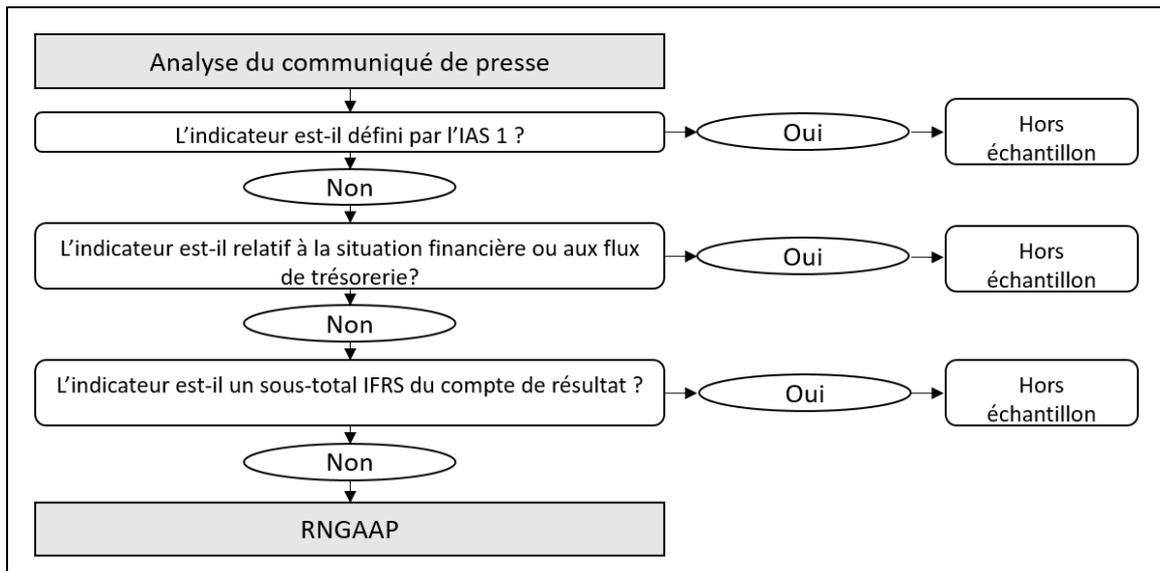
Conformément aux restrictions apportées à cette définition dans le chapitre 1 de la présente thèse, les indicateurs suivants sont exclus de notre échantillon : (i) les indicateurs liés à la situation financière (ex : dette nette) et / ou aux flux de trésorerie de l'entreprise (ex : flux de trésorerie ajusté), (ii) les indicateurs portant sur des périodes futures (ex : prévisions de résultat ajusté) et (iii) les sous-totaux IFRS issus du compte de résultat (ex : résultat opérationnel, EBITDA) communiqués au sein des états financiers^{113 114}. La figure 14 synthétise la procédure de collecte des RNGAAP.

La classification des RNGAAP par type d'indicateur a été effectuée en deux étapes. Tout d'abord, chaque indicateur a été collecté selon sa désignation au sein du communiqué de presse. Cela nous permet de dresser la terminologie utilisée par les dirigeants de manière exhaustive. Dans un second temps, chaque indicateur a été classifié selon les catégories préalablement identifiées dans la littérature (Marques, 2006 ; Isidro et Marques, 2015 ; Clinch et al., 2019).

¹¹³ Bien que le calcul de ces sous-totaux ne soit pas normalisé, ils font l'objet d'un audit lorsqu'ils sont inclus au sein du compte de résultat.

¹¹⁴ Nous nous sommes assurés que les sous-totaux IFRS ne faisaient pas l'objet de retraitements supplémentaires (ex : EBITDA excluant des éléments autres que les intérêts, impôts, amortissements et dépréciations). Dans le cas contraire, nous avons considéré ces indicateurs comme des RNGAAP.

Figure 14. Procédure de collecte des RNGAAP dans les communiqués de presse



Ainsi, nous considérons trois types (ou catégories) d'indicateurs : (i) les RNGAAP dérivés du résultat net (**NG_RN**), (ii) les RNGAAP dérivés de l'excédent brut d'exploitation et / ou EBITDA (**NG_EBITDA**) et (iii) les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel et / ou EBIT (**NG_RO**). Le montant des RNGAAP a été collecté pour chaque indicateur présent au sein des communiqués de presse.

2.2. Collecte et classification des retraitements non-GAAP

Conformément à la littérature antérieure (ex : Nichols et al., 2005 ; Choi et al., 2007 ; Black et Christensen, 2009 ; Malone et al., 2016), les retraitements non-GAAP ont été classifiés selon les principales catégories de charges et / ou produits exclus par les dirigeants et identifiés au sein des communiqués de presse. Aux États-Unis, Black et Christensen (2009) ont identifié 15 catégories de retraitements. Dans le contexte allemand, Hitz (2010) a quant à lui considéré 8 catégories de retraitements différents¹¹⁵.

Toutefois, plutôt que de nous baser sur une nomenclature existante, nous avons choisi de procéder de façon inductive et de classifier les retraitements non-GAAP selon les catégories de charges et produits les plus fréquemment exclues au sein de notre échantillon. Ce choix est motivé par le fait que les types de retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants ne sont pas les mêmes selon les pays et / ou la normalisation comptable en vigueur. En outre, comme

¹¹⁵ Ces catégories sont les suivantes : charges de restructuration, dépenses d'acquisition, dépréciations et amortissements, charges / produits liés aux instruments financiers, charges / produits liés aux litiges avec les tiers, charges / produits liés aux impôts, les charges liées à la rémunération en action et les « autres » retraitements.

le révèlent Black et al. (2018), ces retraitements sont susceptibles d'évoluer au cours du temps et des changements de normes comptables. Procéder de cette façon nous permet donc de collecter ces retraitements de la manière la plus exhaustive possible.

Les retraitements non-GAAP ont été collectés selon la procédure suivante. Chaque communiqué de presse incluant un ou plusieurs RINGAAP a fait l'objet d'une analyse détaillée afin de collecter les types et l'ampleur de chaque retraitement utilisés par les dirigeants. Ces informations peuvent être disséminées dans différentes parties du communiqué de presse (ex : glossaire, tableau de réconciliation, commentaires des dirigeants sur la performance financière). L'exhaustivité de la procédure de collecte des retraitements non-GAAP est conditionnée par la disponibilité de l'information au sein des communiqués de presse. Par exemple, certaines entreprises ne communiquent que la typologie des retraitements utilisés sans en préciser le montant. Le cas échéant, nous avons limité notre collecte à l'information effectivement présente au sein du communiqué.

L'attribution des retraitements non-GAAP à une catégorie de retraitements donnée a été effectuée en deux étapes. Dans un premier temps, tous les types de retraitements non-GAAP ont été considérés dans leur diversité. Dans un second temps, nous avons répartis les retraitements dont la fréquence représentait moins de 10 % du total des retraitements identifiés dans une catégorie « AUTRES ». Chaque catégorie de retraitements non-GAAP fait ainsi l'objet de deux variables distinctes : (i) une variable dichotomique liée à l'occurrence du retraitement dans le calcul des RINGAAP (**RETRAIT_TYPE**) et (ii) une variable liée au montant du type de retraitement dans le calcul des RINGAAP (**RETRAIT_AMPLEUR**).

3. Description de l'échantillon d'étude

Dans cette sous-section, nous présenterons l'échantillon d'étude utilisé dans le cadre de cette thèse. Nous exposerons tout d'abord dans le détail la procédure de constitution de celui-ci (3.1.). Dans un second temps, nous présenterons quelques statistiques descriptives nous permettant de nous familiariser avec les entreprises de notre échantillon (3.2.).

3.1. Constitution de l'échantillon d'étude

L'échantillon d'étude est constitué d'entreprises françaises cotées sur l'indice SBF 120 entre 2011 et 2017. Celui-ci inclut les 120 plus grosses capitalisations boursières (capital flottant), constituant ainsi le deuxième indice français après le CAC 40. Le choix du SBF 120 a été motivé par la relative grande taille des entreprises le composant. Dans la mesure où la taille est un déterminant du volume de la communication volontaire des entreprises (Depoers, 2000b), il nous semble pertinent de retenir cet indice dans le cadre d'une étude globale des stratégies de divulgation de RNGAAP.

La période d'étude s'étend de l'année 2011 à 2017 (7 années d'étude). Débuter notre période d'étude à l'exercice 2011 permet d'éviter les biais potentiels liés aux conséquences de la crise financière de 2008. Par ailleurs, l'exercice 2017 a été retenu comme date limite en raison des modifications règlementaires apportées par la mise en place de la norme IFRS 15 (norme relative à la reconnaissance et à la comptabilisation du chiffre d'affaires) prenant effet au 1^{er} janvier 2018. Au regard de l'impact des normes IFRS sur certaines stratégies de divulgation (Malone et al., 2016), nous avons exclu cette année de l'étude afin d'éviter d'introduire un biais de nos analyses. Enfin, cette période comprend la période postérieure à la mise en place en 2015 des « orientations relatives aux IAP » par l'ESMA et leur transposition en France par l'AMF la même année (ESMA, 2015 ; AMF 2015). Aussi, cette période nous permet de disposer de deux années postérieures à ces interventions et d'attester de l'impact de ces dernières sur les stratégies adoptées par les dirigeants (2016 et 2017).

Le tableau 9 présente la procédure nous ayant conduit à la constitution de l'échantillon d'étude. Tout d'abord, l'échantillon initial est composé de la totalité des entreprises composant l'indice SBF 120 pendant la période 2011-2017, soit 120 entreprises sur 7 ans (840 entreprises-années). Sur ces 120 entreprises, nous avons exclu les établissements bancaires ainsi que les sociétés d'assurance, ces derniers faisant l'objet de règles comptables spécifiques (5 entreprises représentant 35 entreprises-années). Ainsi, le nombre total d'entreprises ayant fait l'objet de la collecte de données est de 115 entreprises sur 7 années d'études (805 entreprises-années).

Tableau 9. Constitution de l'échantillon principal

	Entreprises	Entreprises-années
Echantillon initial : SBF 120 (période 2011-2017)	120	840
- Etablissements bancaires et sociétés d'assurance	(5)	(35)
Echantillon ayant fait l'objet de la collecte de données	115	805
- Communiqués de presse manquants		(9)
- Données financières manquantes		(12)
Echantillon final	93	784
<i>Dont</i>		
Entreprises-années avec RNGAAP (échantillon d'étude)		569
Entreprises-année sans RNGAAP (échantillon de contrôle)		215

Cet échantillon a lui-même fait l'objet d'ajustements liés à certaines données manquantes. Ainsi, 9 communiqués de presse de résultats annuels n'ont pas pu être téléchargés. Par ailleurs, la collecte de données financières *via* la base de données *Thomson Reuters Datastream* nous a conduits à restreindre l'échantillon de 12 entreprises-années. À l'issue de la collecte manuelle des données au sein des communiqués de presse, 569 communiqués (entreprises-années), divulgués par 93 entreprises, incluent un ou plusieurs RNGAAP. Au contraire, 215 communiqués (entreprises-années) n'incluent aucun RNGAAP sur cette même période. Ces entreprises-années constitueront notre échantillon de contrôle.

3.2. Description de l'échantillon d'étude

3.2.1. Distribution par année et secteur d'activité

Le tableau 10 présente la distribution de l'échantillon d'étude par année et secteur d'activité. Sur les 784 communiqués de presse analysés (total entreprises-années), 569 incluent un ou plusieurs RNGAAP, ce qui représente un pourcentage de divulgation de 72,57 % (Panel A). En d'autres termes, un peu moins de trois entreprises sur quatre ont divulgué des RNGAAP entre 2011 et 2017. Par ailleurs, la divulgation de RNGAAP a sensiblement augmenté au cours de la période d'étude, passant de 72 entreprises-années en 2011 à 86 entreprises-années pour l'année 2017.

La divulgation de RNGAAP concerne la totalité des secteurs d'activité (Panel B). Les entreprises des secteurs des télécommunications (100 %), des services aux collectivités (97,14 %) et de la santé (80 %) semblent particulièrement enclines à divulguer ces indicateurs. Par ailleurs, 78,57 % des entreprises du secteur de la technologie et 75,94 % des entreprises du secteur des services aux consommateurs divulguent des RNGAAP.

Tableau 10. Distribution de l'échantillon par année et secteur d'activité

Panel A. Distribution par année		
Année	Total	Entreprises-années avec RNGAAP (%)
2011	112	72 (64,28 %)
2012	112	79 (70,53 %)
2013	112	83 (74,10 %)
2014	112	86 (76,78 %)
2015	112	86 (76,78 %)
2016	112	86 (76,78 %)
2017	112	86 (76,78 %)
Total	784	569 (72,57 %)
Panel B. Distribution par secteur d'activité (ICB)		
Secteur	Total	Entreprises-années avec RNGAAP (%)
Pétrole et Gaz	21	13 (61,90 %)
Matériaux de base	49	32 (65,31 %)
Industrie	196	130 (66,33 %)
Biens de consommation	133	89 (66,92 %)
Santé	70	56 (80,00 %)
Services aux consommateurs	133	101 (75,94 %)
Télécommunications	7	7 (100 %)
Services aux collectivités	35	34 (97,14 %)
Immobilier	56	41 (73,21 %)
Technologie	84	66 (78,57 %)
Total	784	569 (72,57 %)

Enfin, les entreprises du secteur immobilier présentent également un fort taux de communication de RNGAAP. Cela n'est pas surprenant au regard des efforts entrepris par ce secteur dans l'encadrement de ces indicateurs (Vincent, 1999 ; Baik et al., 2008). A contrario, les secteurs du pétrole et gaz et des matériaux de base semblent relativement moins concernés par la divulgation de RNGAAP. Dans l'ensemble, ces résultats sont cohérents avec la distribution observée par Clinch et al. (2019) dans le contexte français.

3.2.2. Comparaison de l'échantillon d'étude et de l'échantillon de contrôle

Le tableau 11 compare les caractéristiques des entreprises de l'échantillon d'étude (années-observations avec RNGAAP) avec celles de l'échantillon de contrôle (années-observations sans RNGAAP). Pour chaque variable continue, une comparaison de moyenne est effectuée à l'aide d'un test t de *Student*. Celui vise à tester l'hypothèse nulle selon laquelle les moyennes ne sont pas statistiquement différentes. Les variables catégorielles ont quant à elle fait l'objet d'un test de Khi-deux. Ce test non-paramétrique vise à tester l'hypothèse nulle selon laquelle les modalités d'une variable sont indépendamment distribuées entre deux échantillons.

Tableau 11. Comparaison de l'échantillon d'étude et de l'échantillon de contrôle

	Echantillon d'étude (n = 569)		Echantillon de contrôle (n = 215)		Comparaisons de moyenne / fréquence
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	t de <i>Student</i>
Variables continues					
ACTIF_TOTAL	6,982	0,603	6,635	0,745	6,625***
ROA	0,038	0,042	0,017	0,155	2,917***
ENDETTEMENT	0,204	0,139	0,280	0,305	-4,733***
ANALYSTES	18,495	7,864	12,432	9,175	9,064***
EXCEPTIONNELS	-0,441	0,852	-0,296	0,740	-2,187**
INCORPORELS	0,182	0,193	0,092	0,101	6,329***
%ACT123	0,399	0,202	0,394	0,211	0,259
%INSTIT	0,107	0,086	0,088	0,114	2,447**
CA_INDEP	0,504	0,173	0,547	0,174	-2,491**
Variables catégorielles	Fréquence	Ecart-Type	Fréquence	Ecart-Type	Pearson <i>Khi-deux</i>
Miss_IBES	61,51 %	0,486	54,46 %	0,495	3,200*
Miss_N-1	37,56 %	0,483	39,50 %	0,488	0,234
LOSS	10,36 %	0,300	23,94 %	0,437	23,626***

Note : ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ROA = Résultat net / Actif Economique ; ENDETTEMENT = Dettes long terme / Total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes financiers couvrant l'entreprise ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat, par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Actif total ; %ACT123 = Pourcentage d'actions détenues par les trois premiers actionnaires ; %INSTIT = Pourcentage d'actions détenues par les investisseurs institutionnels ; CA_INDEP = Proportion d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ; Miss_IBES = 1 lorsque GAAP < consensus de prévision IBES et 0 sinon ; Miss_N-1 = 1 lorsque GAAP < GAAP N-1 et 0 sinon ; LOSS = 1 lorsque GAAP < 0 et 0 sinon. ***, ** et * représentent un seuil de significativité à respectivement 1, 5 et 10 %.

Les entreprises divulguant des RNGAAP sont de plus grande taille (ACTIF_TOTAL) et plus rentables (ROA) que les entreprises de l'échantillon de contrôle. Par ailleurs, la couverture de l'entreprise par les analystes financiers est plus importante pour les entreprises de l'échantillon d'étude qu'elle ne l'est pour l'échantillon de contrôle : la variable ANALYSTES présente des moyennes statistiquement différentes au seuil de 1 % (t = 9,064). Ces résultats sont cohérents avec l'idée selon laquelle les entreprises les plus visibles sont plus enclines à divulguer des RNGAAP (Bowen et al., 2005 ; Choi et Young, 2015). Par ailleurs, les entreprises de l'échantillon d'étude présentent un montant d'éléments exceptionnels (EXCEPTIONNELS) et

un taux d'actifs incorporels (INCORPORELS) plus important que les entreprises de l'échantillon de contrôle. En d'autres termes, la faible pertinence de l'information règlementée, tout comme la complexité interne de l'entreprise semblent être des facteurs déterminants dans le choix des dirigeants de communiquer des RNGAAP (Choi et Young, 2015 ; Lougee et Marquardt, 2004).

Les comparaisons de moyenne relatives aux variables de gouvernance d'entreprise révèlent que la concentration de l'actionnariat (variable %ACT123) n'est pas statistiquement différente selon les deux échantillons. En revanche, la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels est significativement plus importante pour les entreprises de l'échantillon d'étude (10,70 %) que pour les entreprises de l'échantillon de contrôle (8,80 %). D'autre part, les entreprises communiquant des RNGAAP présentent des conseils d'administration (CA_INDEP) moins indépendants que ceux de l'échantillon de contrôle, suggérant qu'une faible gouvernance rend nécessaire la divulgation d'informations supplémentaires de la part des dirigeants (García-Meca et Sánchez-Ballesta, 2010)¹¹⁶.

Enfin, les test de Khi-deux révèlent que la publication d'un résultat GAAP inférieur à la prévision des analystes financiers (Miss_IBES) est plus fréquente pour les entreprises divulguant des RNGAAP (Choi et Young, 2015 ; Bouwens, 2019). Au contraire, la proportion d'entreprises présentant des pertes comptables (LOSS) est statistiquement moins importante dans notre échantillon d'étude (10 %) que dans l'échantillon de contrôle (25 %).

3.2.3. Comparaison de l'échantillon avant et après l'intervention de l'ESMA / AMF

Le tableau 12 compare les caractéristiques des entreprises de l'échantillon d'étude avant et après l'intervention de l'ESMA / AMF. Le groupe PRE-INTERVENTION est composé des RNGAAP divulgués entre 2011 et 2014 (311 entreprises-années) tandis que le groupe POST-INTERVENTION est composé des RNGAAP divulgués entre 2016 (première année d'application de la régulation) et 2017 (172 entreprises-années). L'année 2015 (86 entreprises-années) est quant à elle exclue de l'analyse.

¹¹⁶ Une explication alternative peut être qu'une faible gouvernance laisse une latitude plus importante aux dirigeants pour communiquer des RNGAAP.

Tableau 12. Comparaison de l'échantillon avant et après l'intervention de l'ESMA / AMF

	PRE-INTERVENTION (n = 311)		POST-INTERVENTION (n = 172)		Comparaisons de moyenne / fréquence
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	t de Student
Variables continues					
ACTIF_TOTAL	6,972	0,616	7,069	0,566	-1,725
ROA	0,035	0,045	0,043	0,042	-1,897**
ENDETTEMENT	0,202	0,143	0,209	0,123	-0,582
ANALYSTES	19,041	8,083	18,207	6,921	1,139
EXCEPTIONNELS	-0,439	0,874	-0,444	0,801	0,070
INCORPORELS	0,181	0,186	0,185	0,208	-0,248
%ACT123	0,406	0,206	0,370	0,190	1,889**
%INSTIT	0,092	0,074	0,155	0,093	-8,204***
CA_INDEP	0,494	0,174	0,527	0,171	-1,938**
Variables catégorielles	Fréquence	Ecart-Type	Fréquence	Ecart-Type	Pearson Chi-deux
Miss_IBES	67,09 %	47,04	48,44 %	50,13	16,746***
Miss_N-1	43,41 %	49,62	22,36 %	41,79	21,560***
LOSS	10,79 %	31,07	8,07 %	27,32	0,937

Note : ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ROA = Résultat net / Actif Economique ; ENDETTEMENT = Dettes long terme / Total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes financiers couvrant l'entreprise ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat, par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Actif total ; %ACT123 = Pourcentage d'actions détenues par les trois premiers actionnaires ; %INSTIT = Pourcentage d'actions détenues par les investisseurs institutionnels ; CA_INDEP = Proportion d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ; Miss_IBES = 1 lorsque GAAP < consensus de prévision IBES et 0 sinon ; Miss_N-1 = 1 lorsque GAAP < GAAP N-1 et 0 sinon ; LOSS = 1 lorsque GAAP < 0 et 0 sinon. ***, ** et * représentent un seuil de significativité à respectivement 1, 5 et 10 %.

Les entreprises de l'échantillon d'étude sont en moyenne plus rentables (ROA) dans la période succédant l'intervention de l'ESMA. On peut par ailleurs constater que la concentration de l'actionnariat, (%ACT123) est moins importante tandis que la part de capital détenue par les investisseurs institutionnel (%INSTIT) est plus importante après l'intervention de l'ESMA / AMF. Enfin, les entreprises de l'échantillon d'étude publient un résultat GAAP inférieur à la prévision des analystes financiers (Miss_IBES) de manière beaucoup moins fréquente à la suite de l'intervention des autorités de régulation. Cette tendance est encore plus marquée en ce qui concerne la publication d'un résultat GAAP inférieur au résultat de la période précédente (Miss_N-1), puisque cette fréquence passe de 43,41 % (PRE-INTERVENTION) à 22,36 % (POST-INTERVENTION).

Cette évolution, surprenante par son ampleur, peut être interprétée de deux façons. Tout d'abord, il est possible que l'amélioration de la rentabilité constatée plus haut se soit soldée par des résultats plus importants que prévus. Dans le même temps, la plus grande attention portée aux RNGAAP par les autorités de régulation après 2015 peut avoir incité les entreprises à se focaliser dans une plus grande mesure sur le résultat GAAP.

Conclusion de la section 1

L'objectif de cette section était de présenter la collecte de données et de décrire l'échantillon d'étude utilisé dans ce travail doctoral.

Nous avons commencé par justifier et présenter la démarche de collecte de données adoptée. Le communiqué de presse nous apparaît comme un support de divulgation particulièrement pertinent pour l'étude de la communication de RINGAAP. En effet, ce vecteur laisse une latitude considérable aux dirigeants tout en faisant l'objet d'une attention accrue de la part des utilisateurs de l'information. Par ailleurs, nous avons opté pour le choix d'une collecte de données manuelle, nous permettant ainsi d'observer les stratégies de divulgation de la manière la plus exhaustive possible. La collecte de données a ainsi porté sur un échantillon d'entreprises françaises cotées sur l'indice SBF 120 entre 2011 et 2017. Chaque communiqué de presse a été analysé dans son intégralité afin de collecter les types et les montants de chaque RINGAAP divulgué. Suivant la même procédure, les retraitements non-GAAP utilisés pour le calcul des RINGAAP ont été collectés dans la mesure de l'information disponible au sein du communiqué. Notre échantillon final est ainsi composé de 569 entreprises-années (représentant un total de 93 entreprises).

Dans un second temps, nous avons brièvement décrit l'échantillon d'étude. Il ressort que la divulgation de RINGAAP concerne une assez large partie des entreprises du SBF 120, tous secteurs d'activité confondus. Les entreprises divulguant des RINGAAP se distinguent des entreprises de l'échantillon de contrôle sous plusieurs aspects : celles-ci sont plus grandes, plus rentables et moins endettées que leurs consœurs. Dans le même temps, les entreprises communiquant des RINGAAP semblent présenter une information comptable moins pertinente que les entreprises de l'échantillon de contrôle. En termes de caractéristiques de gouvernance, les entreprises de l'échantillon d'étude présentent des conseils d'administration moins indépendants et sont détenues par une part plus importante d'investisseurs institutionnels. Enfin, les entreprises divulguant des RINGAAP publient des résultats normalisés inférieurs à la prévision des analystes financiers significativement plus fréquemment que les entreprises de l'échantillon de contrôle. Néanmoins, cette tendance semble beaucoup moins marquée dans la période succédant l'intervention de l'ESMA / AMF (années 2016 et 2017).

Section 2. Mesure des dimensions des stratégies de divulgation de RNGAAP

L'objectif de cette section est de présenter la méthodologie employée pour mesurer les dimensions constitutives des stratégies de divulgation de RNGAAP. Nous présenterons successivement les variables relatives : à l'ampleur des retraitements non-GAAP (1.), à la transparence de divulgation (2.), à la prééminence accordée aux RNGAAP (3.) et à la régularité de communication dans le temps (4.).

1. Variables relatives aux retraitements non-GAAP

L'utilisation des retraitements non-GAAP par les dirigeants est mesurée selon deux modalités : l'ampleur totale des éléments exclus du calcul des RNGAAP (1.1.) et l'ampleur des retraitements récurrents et non-récurrents (1.2.).

1.1. Mesure de l'ampleur des retraitements non-GAAP

Conformément à la littérature antérieure, nous mesurons l'ampleur totale des retraitements non-GAAP pour chaque entreprise-année par la différence entre le RNGAAP (variable **NG**) et le résultat GAAP. Ainsi, la variable **Retrait_NG** représente la totalité des charges et /ou produits exclus du calcul des RNGAAP. Le résultat GAAP (variable **GAAP**) a été collecté à partir de la base de données *Thomson Reuters Datastream* et représente le résultat net part du groupe préparé selon le référentiel IFRS.

Logiquement, la variable **Retrait_NG** devrait être égale à la somme de l'ampleur de chaque catégorie de retraitements non-GAAP préalablement identifiés. Toutefois, l'utilisation de cette variable nous permet de disposer de l'ampleur des retraitements non-GAAP pour la totalité des entreprises-années, y compris celles dont le communiqué de presse ne fournit pas d'informations détaillées sur le détail des retraitements non-GAAP.

1.2. Distinction entre les retraitements « récurrents » et les retraitements « non-récurrents »

Afin d'affiner l'étude de l'utilisation des retraitements non-GAAP, nous considérons également la nature des éléments exclus du calcul des RNGAAP : l'ampleur des retraitements « récurrents » et l'ampleur des retraitements « non-récurrents ».

Plusieurs mesures de récurrence (non-récurrence) sont utilisées dans la littérature. Tout d'abord, des travaux identifient la nature des retraitements non-GAAP *a priori* (Bhattacharya et al., 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Black et al., 2018). D'autres travaux identifient la nature des retraitements non-GAAP en les comparant avec ceux utilisés par les services d'analystes financiers pour le calcul des *street earnings*. Pour rappel, les *street earnings* sont calculés par les services d'analystes financiers et excluent les éléments identifiés comme transitoires et / ou non-récurrents. La littérature documente le fait que les services d'analystes sont plus conservateurs dans leurs choix d'exclusion : l'ampleur des retraitements utilisés par les analystes financiers est moins importante que les retraitements non-GAAP (Choi et al., 2007 ; Bentley et al., 2018). Selon cette approche, les retraitements utilisés à la fois par les dirigeants et les analystes financiers sont considérés comme non-récurrents tandis que les retraitements utilisés uniquement par les dirigeants sont considérés comme récurrents.

Dans ce travail doctoral, nous considérons la nature des retraitements non-GAAP selon la première approche. Pour chaque RNGAAP communiqué, nous observons quels sont les types d'ajustements ayant été utilisés par les dirigeants. Conformément à Black et Christensen (2009) et Black et al. (2018), la variable **RECUR_Retrait_NG** est donc calculée par la somme des éléments suivants : les charges d'amortissement et / ou de dépréciation d'actifs (hors dépréciation / amortissement des écarts d'acquisition), les charges relatives au paiement des dirigeants en actions, les charges et / ou produits liés aux impôts et taxes et les dépenses de recherche et développement (R&D).

Enfin, les éléments de calcul des RNGAAP ne rentrant dans aucune des catégories citées ci-dessus sont considérés comme représentant des éléments non-récurrents. Aussi, la variable **NONRECUR_Retrait_NG** est calculée par la différence entre l'ampleur totale des retraitements non-GAAP utilisés (Retrait_NG) et l'ampleur des retraitements récurrents (RECUR_Retrait_NG).

2. Variables relatives à la transparence de divulgation des RNGAAP

La transparence est un concept qui a fait l'objet d'une grande diversité de méthodologies en sciences de gestion (Schnackenberg et Tomlinson, 2016). Au sein même du champ comptable et financier, la mesure de la transparence ne fait pas l'unanimité. Deux approches sont généralement privilégiées. Des travaux considèrent celle-ci à partir de caractéristiques objectives attribuées à une information (ex : volume, quantité, détail, timing, etc.). Au contraire, d'autres travaux considèrent la transparence financière du point de vue des destinataires de l'information, telle que la pertinence de celle-ci pour les investisseurs (Barth et Schipper, 2008).

Dans la mesure où ce travail doctoral ne traite pas des conséquences de la divulgation de RNGAAP sur les investisseurs, la première approche sera retenue. Conformément à la littérature antérieure (ex: Hitz, 2010 ; Zhang et Zheng, 2011 ; Aubert et Grudnitski, 2014), nous considérons la transparence de divulgation de RNGAAP comme la disponibilité (présence ou absence) de l'information au sein des communiqués de presse. Plus spécifiquement, nous mesurons le niveau de transparence selon **deux modalités différentes** : la définition des RNGAAP communiqués (2.1.) et la qualité de réconciliation des RNGAAP (2.2.).

2.1. La définition des RNGAAP au sein des communiqués de presse

Notre première variable mesure la présence (absence) d'une définition des RNGAAP au sein des communiqués de presse (variable **DEFINITION**). Dans ses recommandations, l'ESMA indique que « *Les émetteurs ou les personnes responsables du prospectus doivent définir les IAP utilisés et leurs composants ainsi que le mode de calcul adopté* » (ESMA, 2015, §20). Selon le régulateur européen, une telle définition est susceptible de faciliter la prise de décision des investisseurs. Toutefois, dans un récent rapport, l'ESMA note que beaucoup d'entreprises ne définissent pas correctement les composants exclus du calcul de ces indicateurs. En outre, beaucoup de ces définitions sont incomplètes (ESMA, 2019). Ainsi, nous mesurons la variable **DEFINITION** par un score à trois modalités : (0) absence de définition des indicateurs utilisés, (1) définition implicite et / ou via une note de bas de page, (2) définition explicite de façon séparée au sein du communiqué de presse.

2.2. La qualité de réconciliation des RNGAAP

Notre deuxième variable mesure la **qualité de réconciliation** des RNGAAP au sein des communiqués de presse (variable **RECONCIL**). La présentation d'une telle réconciliation devrait permettre aux utilisateurs de comprendre quels éléments ont fait l'objet de retraitements lors du calcul des RNGAAP et ainsi faciliter leur prise de décision (Elliott, 2006 ; Reimsbach, 2014). Ainsi, des travaux ont mesuré la qualité de réconciliation par l'utilisation de scores (Bhattacharya et al., 2003 ; Hitz, 2010 ; Zhang et Zheng, 2011 ; Aubert et Grudnitski, 2014).

Conformément à Hitz (2010), nous mesurons la qualité de réconciliation selon un score à 4 modalités : (1) absence d'informations relatives aux retraitements, (2) présence d'informations relatives aux types de retraitements utilisés, (3) présence d'informations relatives aux types et aux montants des retraitements utilisés et (4) présence d'une réconciliation numérique complète sous la forme d'un tableau.

3. Variables relatives à la prééminence accordée aux RNGAAP

Un examen de la littérature nous conduit à considérer deux principales mesures de prééminence : la localisation des RNGAAP (3.1.) et le nombre d'occurrences (ou de citations) des RNGAAP au sein des communiqués de presse (3.2.).

3.1. La localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse

3.1.1. Justification

Notre première mesure de prééminence correspond à la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse (i.e. dans quelle partie du communiqué de presse les RNGAAP sont présentés pour la première fois). Plusieurs raisons motivent le choix d'une telle mesure.

Tout d'abord, la littérature a documenté à plusieurs reprises les conséquences de la localisation des RNGAAP sur la prise de décision des investisseurs (Frederickson et Miller, 2004 ; Elliott, 2006 ; Brown et al., 2019). Par exemple, Elliott (2006) constate que la présence de RNGAAP avant le résultat GAAP au sein des communiqués de presse accroît la fiabilité perçue des investisseurs individuels relative à ces indicateurs ajustés. Ces derniers sont ainsi relativement plus optimistes dans leur évaluation de l'entreprise lorsque les RNGAAP sont présentés plus tôt. Andersson et Hellman (2007) montrent quant à eux que les investisseurs individuels ne sont

pas les seuls à être influencés par une telle pratique. Les analystes financiers semblent ainsi accorder plus d'importance aux RNGAAP lorsque ces derniers sont présentés plus tôt. Par ailleurs, le choix de la localisation est cohérent avec la position de l'ESMA. En effet, dans ses interprétations relatives à la divulgation de RNGAAP par les entreprises, le régulateur européen considère « *la présentation d'un indicateur alternatif de performance avant le résultat GAAP comparable (ex : la présentation de cet IAP en première page et la présentation de l'information règlementée en dernière page)* » comme reflétant une forme de prééminence accordée à ces indicateurs (ESMA, 2017, p.11).

Enfin, la plupart des travaux académiques existants utilisent la localisation pour mesurer la prééminence accordée à ces indicateurs. Par exemple, Cameron et al. (2012), Brown et al. (2012), Chen et al. (2020) et Henry et al. (2020) observent quel type d'indicateur (RNGAAP ou résultat GAAP) est présenté en premier dans la communication financière des entreprises. Par exemple, Bowen et al. (2005) et Marques (2010) utilisent un score permettant d'identifier plus clairement les sections du communiqué de presse dans lesquelles apparaissent les indicateurs divulgués par l'entreprise. Ce score leur permet ainsi de quantifier la mesure avec laquelle les RNGAAP sont présentés avant le résultat GAAP (ou vice-versa). C'est cette dernière approche qui sera retenue dans cette thèse.

3.1.2. Mesure de la localisation

La localisation des RNGAAP est mesurée selon deux variables différentes reflétant respectivement : (i) la prééminence absolue des RNGAAP (localisation de ces indicateurs en tant que tels au sein du communiqué) et (ii) la prééminence relative des RNGAAP (localisation des RNGAAP par rapport au résultat GAAP). La méthodologie employée repose sur l'analyse manuelle de chaque communiqué incluant un ou plusieurs RNGAAP.

La première étape consiste à analyser chaque communiqué de presse dans son intégralité afin de déterminer la localisation respective du (des) RNGAAP et du résultat GAAP. Conformément à Bowen et al. (2005) et Marques (2010), la localisation des RNGAAP (variable **NG_LOC_ABS**) et des résultats GAAP (variable **GAAP_LOC_ABS**) est codée selon un score

allant de 1 à 5 correspondant à la place de chacun de ces indicateurs au sein des communiqués de presse. Ces scores sont les suivants :

- 1 = RNGAAP (résultat GAAP) présent uniquement **au sein des états financiers**.
- 2 = RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le **3^{ème} paragraphe du communiqué ou après**.
- 3 = RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le **1^{er} ou 2^{ème} paragraphe** du communiqué.
- 4 = RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le **sous-titre (ou chiffres clés)** du communiqué.
- 5 = RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le **titre** du communiqué.

Le score 1 correspond au plus faible niveau de prééminence (indicateur divulgué au sein des états financiers présentés à la fin ou en annexe du communiqué) tandis que le score 5 correspond au plus fort niveau de prééminence (indicateur divulgué dès le titre du communiqué).

La deuxième étape consiste à mesurer le score relatif de prééminence des RNGAAP. Celui-ci est calculé par différence entre le score de prééminence absolue des RNGAAP (NG_LOC_ABS) et le score de prééminence absolue des résultats GAAP (GAAP_LOC_ABS).

$$\text{Ainsi : } \text{NG_LOC_REL} = \text{NG_LOC_ABS} - \text{GAAP_LOC_ABS}$$

La prééminence relative des RNGAAP est donc un score à 9 modalités pouvant être présenté comme suivant :

- +4 = RNGAAP présent dans le titre et résultat GAAP présent dans les états financiers
- +3 =
- +2 =
- +1 =
- 0 = Même niveau de prééminence
- 1 =
- 2 =
- 3 =
- 4 = Résultat GAAP présenté dans le titre et RNGAAP présent dans les états financiers

Le score -4 correspond ainsi au plus faible niveau de proéminence relative tandis que le score +4 correspond au plus fort niveau de proéminence relative. Un score égal à 0 correspond à la situation dans laquelle le RNGAAP et le résultat GAAP sont divulgués au sein de la même section du communiqué de presse (i.e. proéminence neutre).

3.2. Le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse

3.2.1. Justification

Notre deuxième mesure de proéminence correspond à la fréquence avec laquelle sont cités les RNGAAP au sein des communiqués de presse. En effet, outre le choix de localisation des RNGAAP, les dirigeants disposent d'une discrétion considérable pour commenter et / ou discuter à leur guise les résultats financiers au sein des parties narratives des communiqués de presse. La proéminence peut ainsi passer par le nombre d'occurrences de ces indicateurs dans la communication financière. Selon Courtis (1996), la répétition d'une information donnée permet d'accroître la compréhensibilité des états financiers et leur pertinence pour les investisseurs. Au contraire, d'autres travaux considèrent une telle stratégie comme un outil de gestion des impressions visant à altérer la perception des utilisateurs de l'information (Merkl-Davies et Brennan, 2007). Par exemple, celle-ci peut être un moyen de mettre en avant les résultats d'une entreprise, en y apposant des qualificatifs mélioratifs (ex : augmentation record du résultat net ajusté) (Brennan et al., 2009 ; Guillamon-Saorin et al., 2017).

Ainsi, bien qu'elle ait été très peu mobilisée dans les travaux portant sur la divulgation de RNGAAP (à l'exception de Henry et al. (2020)), mesurer la proéminence accordée à ces indicateurs par leur nombre d'occurrences nous semble particulièrement pertinent au regard des implications théoriques que cette stratégie soulève. En outre, la fréquence d'apparition des RNGAAP tombe également sous la coupe des recommandations de l'ESMA. Dans ses interprétations publiées en 2017, le régulateur européen énonce ainsi que la fréquence d'utilisation de ces indicateurs est un facteur à prendre en considération par les dirigeants pour l'appréciation de la proéminence (ESMA, 2017, p.10).

3.2.2. Mesure du nombre d'occurrences

La fréquence avec laquelle sont cités les RNGAAP est mesurée selon deux variables différentes reflétant respectivement : (i) le nombre d'occurrences absolu des RNGAAP (nombre d'indicateurs en tant que tels au sein du communiqué) et (ii) le nombre d'occurrences relatif des RNGAAP (nombre de RNGAAP par rapport au résultat GAAP).

La première étape consiste à déterminer le nombre d'occurrences de chaque type d'indicateurs. Conformément à Henry et al. (2020), le nombre d'occurrences des RNGAAP (variable **NG_OCC_ABS**) et des résultats GAAP (variable **GAAP_OCC_ABS**) est mesuré par le nombre de fois où ces indicateurs sont cités au sein des communiqués de presse. Pour cela, nous avons effectué une recherche par mots-clés à l'aide du logiciel *Adobe Acrobat Reader*.

Plusieurs précautions ont été prises afin de nous assurer de la validité de la procédure de comptage. Pour chaque communiqué de presse, nous nous sommes référés à notre base de données préalablement constituée (cf. section 1) afin de correctement identifier quels types de RNGAAP étaient présents ainsi que leurs dénominations respectives (ex : EBITDA retraité). Par ailleurs, compte tenu du fait que certains communiqués incluent en leur sein plusieurs RNGAAP, nous nous sommes assuré que l'ensemble des indicateurs avaient bien été pris en compte. Concernant le comptage des résultats GAAP, nous avons considéré uniquement le nombre d'occurrences du résultat net comptable IFRS. Par conséquent, les sous-totaux du compte de résultat (ex : résultat opérationnel) n'ont pas été considérés dans le comptage des indicateurs.

Dans une deuxième étape, nous avons mesuré la fréquence relative avec laquelle les RNGAAP sont cités par rapport aux résultats GAAP. La variable **NG_OCC_REL** est ainsi calculée par la différence entre le nombre d'occurrences absolu des RNGAAP (**NG_OCC_ABS**) et le nombre d'occurrences absolu des résultats GAAP (**GAAP_OCC_ABS**).

$$\text{Ainsi : } \mathbf{NG_OCC_REL = NG_OCC_ABS - GAAP_OCC_ABS}$$

4. Variables relatives à la régularité de divulgation dans le temps

Compte tenu des critiques relatives au manque de comparabilité des RNGAAP, il nous semble nécessaire de prendre la mesure avec laquelle ces indicateurs sont divulgués et calculés d'une période à l'autre. Après avoir justifié la démarche retenue dans l'étude de la régularité de divulgation (4.1.), nous présenterons la manière dont celle-ci a été mesurée (4.2.).

4.1. Démarche retenue

La régularité de communication peut être appréciée à travers le concept de « cohérence »¹¹⁷. Dans le champ comptable et financier, la cohérence renvoie principalement aux choix comptables adoptés par les préparateurs de comptes se trouvant en situation d'incertitude. Le normalisateur international définit la cohérence (qualifiée de « *consistency* ») comme « *l'utilisation des mêmes méthodes pour les mêmes éléments, que ce soit d'une période à l'autre dans une même entité comptable ou au cours d'une même période dans différentes entités* » (IASB, Cadre conceptuel de l'information financière)¹¹⁸.

Une partie de la littérature mesure la cohérence comme la régularité dans le temps des méthodes comptables adoptées par les dirigeants (McCosh, 1967 ; Ibrahim, 2009 ; Peterson et al., 2015). Le concept de cohérence est repris par les autorités de régulation encadrant la divulgation de RNGAAP. Selon les orientations de l'ESMA, « *La définition et le calcul d'un IAP doivent être cohérents dans le temps* » (ESMA, 2015, §41). La position de l'autorité de régulation française est la même. Dans un communiqué émis en 2010, l'AMF suggère aux entreprises de divulguer les RNGAAP de façon stable d'une période à l'autre afin de faciliter la comparaison de ces indicateurs dans le temps. L'AMF recommande par exemple « *de reprendre les indicateurs financiers relatifs à la période N-1 dans le communiqué* » (AMF, 2010, p.2).

Ainsi, nous considérons la régularité de divulgation des RNGAAP par référence aux choix de divulgation effectués en N par rapport à ceux effectués en N-1.

4.2. Mesure de la régularité

La démarche méthodologique est la suivante. Pour chaque entreprise de l'échantillon d'étude, nous observons les choix adoptés en année N par rapport à l'année N-1. Deux dimensions des stratégies de divulgation font l'objet de l'étude : (i) les choix liés à la divulgation de RNGAAP (régularité de divulgation) et (ii) les choix liés au calcul des RNGAAP (régularité de calcul).

Tout d'abord, la **régularité de divulgation** permet d'attester de la régularité avec laquelle une entreprise communique des RNGAAP d'une période à l'autre. Celle-ci consiste à déterminer la

¹¹⁷ Dans son acceptation la plus large, la cohérence est définie comme « *la propriété de ce qui est cohérent, logique interne d'un discours, d'une idée, d'un acte, etc.* » (Larousse).

¹¹⁸ La cohérence dans le temps fait ainsi directement écho au principe de permanence des méthodes comptables préconisées en France par le Plan Comptable Général (PCG). Le normalisateur international fait directement référence à la permanence des méthodes dans son cadre conceptuel.

régularité (ou non régularité) des différents types d'indicateurs communiqués par les dirigeants (variable **REGUL_INDIC_TYPE**). Pour chaque type d'indicateur divulgué en N, nous observons si celui-ci est également divulgué en N-1. Ainsi, les indicateurs communiqués à la fois en N et en N-1 sont considérés comme réguliers (**REGUL_INDIC_TYPE** = 1) tandis que les indicateurs uniquement communiqués en N sont considérés comme non réguliers (**REGUL_INDIC_TYPE** = 0).

La **régularité de calcul** permet d'attester de la régularité avec laquelle une entreprise utilise les retraitements non-GAAP d'une période à l'autre. La méthodologie employée est la même que celle présentée ci-dessus. Elle consiste à déterminer la régularité (ou non régularité) des types de retraitements non-GAAP exclus par les dirigeants du calcul des RNGAAP (variable **REGUL_RETRAIT_TYPE**). Pour chaque retraitement exclu en N, nous observons si celui-ci est également exclu en N-1. Ainsi, les retraitements non-GAAP utilisés à la fois en N et en N-1 sont considérés comme réguliers (**REGUL_RETRAIT_TYPE** = 1) tandis que les retraitements non-GAAP utilisés seulement en N sont considérés comme non réguliers (**REGUL_RETRAIT_TYPE** = 0).

Le tableau 13 présente l'ensemble des variables utilisées pour mesurer les stratégies de divulgation de RNGAAP ainsi que leurs définitions respectives.

Tableau 13. Définition des variables mesurant les dimensions constitutives des stratégies de divulgation de RNGAAP

Variable	Définition
NG	Montant du RNGAAP au sein du communiqué de presse, par action.
GAAP	Résultat net IFRS, part du groupe, par action.
Retrait_NG	NG - GAAP
RECUR_Retrait_NG	∑Retraitements liés : aux dépenses de R&D, aux charges de dépréciation / amortissements, aux charges et / ou produits liés aux impôts et taxes et aux charges liées à la rémunération en actions.
NONRECUR_Retrait_NG	Retrait_NG – RECUR_Retrait_NG
DEFINITION	1 : si absence de définition des indicateurs utilisés, 2 : définition implicite et / ou via une note de bas de page, 3 : définition explicite de façon séparée au sein du communiqué de presse.
RECONCIL	1 : absence d'information relative aux retraitements, 2 : présence d'information relative aux types de retraitements utilisés, 3 : présence d'information relative aux types et au montants des retraitements utilisés et 4 : présence d'une réconciliation numérique complète sous la forme d'un tableau.
NG_LOC_ABS (GAAP_LOC_ABS)	1 : RNGAAP (résultat GAAP) présent au sein des états financiers, 2 : RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le 3 ^{ème} paragraphe du communiqué, 3 : RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le 1 ^{er} ou 2 ^{ème} paragraphe du communiqué, 4 : RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le sous-titre du communiqué, 5 : RNGAAP (résultat GAAP) présent dans le titre du communiqué.
NG_LOC_REL	NG_LOC_ABS – GAAP_LOC_ABS
NG_OCC_ABS (GAAP_OCC_ABS)	Nombre de fois où le RNGAAP (GAAP) est cité au sein du communiqué.
NG_OCC_REL	NG_OCC_ABS – GAAP_OCC_ABS
REGUL_INDIC_TYPE	1 si RNGAAP divulgué en N et N-1 et 0 sinon.
REGUL_RETRAIT_TYPE	1 si retraitement non-GAAP utilisé en N et N-1 et 0 sinon.

Conclusion de la section 2

Cette deuxième section avait pour objet d'expliquer dans le détail la méthodologie employée pour mesurer les dimensions relatives aux stratégies de divulgation de RINGAAP, et nous permettant de répondre à la première question de recherche de cette thèse.

Outre les choix d'indicateurs, dont la méthodologie a été présentée plus tôt, les stratégies de divulgation de RINGAAP englobent plusieurs autres dimensions. Ainsi, les choix de calcul ont fait l'objet de trois variables liées : à l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés, à l'ampleur des retraitements « récurrents » et à l'ampleur des retraitements « non-récurrents ».

Les choix de présentation ont quant à eux fait l'objet de plusieurs variables relatives à la transparence (définition des indicateurs, qualité de réconciliation) et à la prééminence accordée aux RINGAAP (localisation des indicateurs, nombre d'occurrences des indicateurs).

Finalement, nous avons considéré une dimension plus transversale liée à la régularité dans le temps des choix de divulgation effectués par les dirigeants. Deux variables ont été créées, relatives : à la régularité dans le choix d'indicateurs et à la régularité dans le choix des types de retraitements.

Section 3. Modèles explicatifs : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP

L'objectif de cette section est de présenter les tests et modèles statistiques utilisés pour répondre à nos hypothèses de recherche. Nous présenterons tout d'abord l'opérationnalisation des variables utilisées pour l'explication de la proéminence accordée aux RNGAAP (1.). Dans un second temps, nous justifierons les modèles économétriques mobilisés pour le test de nos hypothèses de recherche (2.).

1. Variables explicatives de la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants

Dans cette sous-section, nous présenterons l'opérationnalisation des variables permettant d'expliquer la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants. Seront exposées successivement les variables liées : à l'utilisation des retraitements non-GAAP (1.1.), à l'atteinte et / ou dépassement de résultats cibles (1.2.), à la pertinence du résultat GAAP (1.3.), à la complexité interne de l'entreprise (1.4.) à la présence d'investisseurs institutionnels (1.5.) et d'analystes financiers (1.6.). Enfin, les variables de contrôle seront présentées (1.7.).

1.1. Variables liées à l'utilisation des retraitements non-GAAP

1.1.1. L'ampleur des retraitements non-GAAP

L'hypothèse H_1 prédit une association positive entre la proéminence accordée aux RNGAAP et l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés. Ces retraitements correspondent à l'ensemble des charges et / ou produits exclus par les dirigeants lorsqu'ils calculent les RNGAAP. Conformément à la littérature antérieure, la variable *Retrait_NG* est calculée par la différence entre le montant du RNGAAP communiqué et le montant du résultat GAAP (Aubert, 2010 ; Malone et al., 2016 ; Black et al., 2017 ; Clinch et al., 2019). Le résultat GAAP correspond au résultat net, part du groupe, calculé selon le référentiel IFRS et collecté sur la base de données *Thomson Reuters Datastream*. En cas de divulgation de plusieurs RNGAAP

pour une même période, l'indicateur retenu pour le calcul des retraitements non-GAAP est celui dont la différence avec le résultat GAAP est la plus importante.

$$\text{Retrait_NG} = \text{NG} - \text{GAAP}$$

1.1.2. L'utilisation de retraitements récurrents

L'hypothèse H_2 prédit une association positive entre la proéminence accordée aux RINGAAP et l'utilisation par les dirigeants de retraitements récurrents. Conformément à Black et Christensen (2009) et Black et al. (2018), nous considérons les éléments suivants comme représentant des retraitements récurrents : les charges d'amortissement et / ou de dépréciation d'actifs (hors dépréciation / amortissement des écarts d'acquisition), les charges relatives au paiement des dirigeants en actions, les charges et / ou produits liés aux impôts et taxes et les dépenses de recherche et développement (R&D). La variable RECUR est donc codée 1 dès lors qu'au moins un des éléments ci-dessus est exclu du calcul des RINGAAP et 0 dans le cas contraire.

RECUR = 1 lorsque les retraitements non-GAAP utilisés incluent au moins un élément récurrent et 0 sinon.

1.2. Variables liées à l'atteinte et / ou dépassement de résultats cibles

L'hypothèse H_3 prédit une association positive entre la proéminence accordée aux RINGAAP et l'atteinte / dépassement de résultats cibles. Dans ce travail doctoral, nous considérons deux résultats cibles largement utilisés au sein de la littérature : le consensus de prévisions établi par l'institut IBES et le résultat GAAP de la période précédente (Bhattacharya et al., 2004 ; Black et Christensen, 2009 ; Shanthikumar, 2012 ; Doyle et al., 2013). Lorsque le résultat GAAP se situe en deçà de ces seuils, les dirigeants sont incités à divulguer un RINGAAP supérieur de façon à convertir une nouvelle défavorable en nouvelle favorable (Black et Christensen, 2009). Ainsi, la variable Bench_IBES est codée 1 lorsque le RINGAAP est supérieur à la prévision des analystes alors que le résultat GAAP est inférieur à celui-ci et 0 dans le cas contraire.

Bench_IBES = 1 lorsque $\text{NG} > \text{IBES}$ et $\text{GAAP} < \text{IBES}$ et 0 sinon

De même, la variable Bench_N-1 est codée 1 lorsque le RINGAAP est supérieur au résultat GAAP de la période précédente alors que le résultat GAAP est inférieur à celui-ci et 0 dans le cas contraire.

Bench_N-1 = 1 lorsque NG > GAAP N-1 et GAAP < GAAP N-1 et 0 sinon

1.3. Variables liées à la pertinence du résultat GAAP

L'hypothèse H_4 prédit que les entreprises dont le résultat GAAP est peu pertinent sont plus à même de présenter les RNGAAP avec proéminence au sein des communiqués de presse.

Nous mesurons la pertinence du résultat GAAP selon trois variables distinctes. Pour commencer, nous considérons la survenance de pertes au sein de l'entreprise comme un facteur diminuant la pertinence des résultats normalisés (Chen et al., 2020). Des travaux documentent que les pertes comptables sont moins utiles pour la valorisation de l'entreprise et moins persistantes dans le temps que les profits (Berger et al., 1996 ; Lawrence et al., 2018). En effet, ces pertes sont souvent le fait de la survenance d'éléments exceptionnels (ex : abandon d'activités, pertes sur la décomptabilisation d'actifs) ou du décalage dans le temps entre l'enregistrement des profits et des charges (conservatisme comptable). Leung et Veenman (2018) constatent ainsi que les RNGAAP divulgués par les entreprises présentant des pertes comptables sont fortement associés aux flux de trésorerie futurs de celles-ci (i.e. très pertinents). De plus, cette pertinence est particulièrement importante lorsque les RNGAAP divulgués sont positifs. Ainsi, nous considérons que les entreprises convertissant une perte comptable en profit « non-GAAP » sont particulièrement à même de présenter les RNGAAP avec proéminence. Aussi, la variable Loss_Convert est codée 1 lorsque les entreprises enregistrant une perte comptable (résultat GAAP inférieur à 0) divulguent dans le même temps un RNGAAP positif et 0 dans le cas contraire.

Loss_Convert = 1 lorsque GAAP < 0 et NG > 0 et 0 sinon

Conformément à Chen et al. (2020) et à Henry et al. (2020), notre seconde variable a trait à la présence d'éléments exceptionnels au sein du résultat comptable normalisé. La littérature a mis en évidence la faible pertinence des éléments exceptionnels pour la valorisation de l'entreprise (Elliot et Hanna, 1996). Ainsi, la présence de tels éléments est l'une des raisons de la diminution de la pertinence de l'information règlementée observée à la fin du siècle dernier (Francis et Schipper, 1999). En outre, selon Bradshaw et Sloan (2002), la hausse de la fréquence de divulgation de RNGAAP est la conséquence de l'augmentation de ces charges exceptionnelles dans les comptes des entreprises. En présence d'éléments exceptionnels importants, la pertinence du résultat GAAP se trouve ainsi particulièrement diminuée. On peut ainsi s'attendre à ce que les entreprises ayant enregistré une ampleur importante de ces éléments soient

particulièrement enclines à présenter les RNGAAP avec proéminence. Ainsi, la variable EXCEPTIONNELS représente le montant des éléments exceptionnels définis par la base de données *Thomson Reuters Datastream* (item « *Total Special Items* » STSI) et survenus au cours de la période considérée.

EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat

1.4. Variable liées à la complexité interne de l'entreprise

L'hypothèse H_5 prédit une association positive entre la proéminence accordée aux RNGAAP et le degré de complexité interne de l'entreprise. Nous mesurons cette complexité par référence à la nature des actifs immobilisés composant le bilan de cette dernière. Plus spécifiquement, la présence d'une part importante d'éléments incorporels au sein du bilan (ex : licences, brevets, frais de recherche et développement inscrits à l'actif) rend plus difficile l'évaluation de la valeur de l'entreprise par les investisseurs, et leur capacité à correctement allouer leurs ressources (Lev et Zarowin, 1999; Bouwens, 2019). C'est le cas par exemple des entreprises des secteurs de la haute technologie, des télécommunications ou de l'industrie pharmaceutique (Henry et al., 2020). De plus, Gu et Wang (2005) constatent que les l'intensité des actifs incorporels au sein de l'entreprise accroît l'asymétrie d'information et la prédictibilité des résultats pour les analystes financiers. Ainsi, la variable INCORPORELS représente le montant des actifs incorporels présents au bilan sur le montant total de l'actif immobilisé. Ces deux données ont été collectées sur la base *Thomson Reuters Datastream*.

INCORPORELS = Actifs incorporels / Total actif immobilisé

1.5. Variable liées à l'actionnariat institutionnel

L'hypothèse H_6 prédit une association négative entre la proéminence accordée aux RNGAAP et la présence d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise. Bowen et al. (2005) ont mesuré l'actionnariat institutionnel par le pourcentage de capital de l'entreprise détenu par les investisseurs institutionnels. Toutefois, afin de prendre en considération d'éventuels effets de seuils, il nous paraît préférable de considérer la présence d'une part significative de ce type d'investisseurs. La variable INSTIT_MED est ainsi codée 1 lorsque la part d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise est supérieure à la médiane de l'échantillon d'étude et

0 dans le cas contraire. La proportion d'investisseurs institutionnels au sein de l'entreprise a été collectée via la base de données *Thomson Reuters Datastream*.

INSTIT_MED = 1 lorsque la part d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise est supérieure à la médiane de l'échantillon d'étude et 0 sinon.

1.6. Variable liée à la présence d'analystes financiers

Enfin, l'hypothèse H_7 prédit l'existence d'une association entre la proéminence accordée aux RNGAAP et la couverture par les analystes financiers. A l'instar de Henry et al. (2020), la variable ANALYSTES est mesurée pour chaque entreprise-année de l'échantillon d'étude par le nombre d'analystes financiers suivant l'entreprise. Cette information a été collectée à partir de la base de données *Thomson Reuters Datastream*.

ANALYSTES = Nombre d'analystes suivant l'entreprise

1.7. Variables de contrôle

Nous prenons en considération un certain nombre de variables de contrôle. Tout d'abord, conformément à Bowen et al. (2005), Marques (2010) et Henry et al. (2020), nous considérons la taille de l'entreprise comme un facteur pouvant influencer la proéminence accordée aux RNGAAP. En effet, la taille accroît la complexité de la structure organisationnelle de l'entreprise, pouvant rendre plus difficile l'appréciation des résultats de cette dernière par les investisseurs (Collins et al., 1997). La taille de l'entreprise réduit également la capacité des actionnaires à correctement contrôler la gestion mise en œuvre par les dirigeants et les coûts de surveillance qui en découlent. Ces facteurs sont susceptibles d'inciter les dirigeants à communiquer de l'information volontaire de façon à faciliter la prise de décision des investisseurs (Raffournier, 1995 ; Depoers, 2000b ; Pourtier, 2004). En outre, Bowen et al. (2005) ont constaté un lien entre la taille de l'entreprise et la proéminence accordée aux RNGAAP. Ainsi, la variable ACTIF_TOTAL est mesurée par le logarithme du total des actifs présents au bilan de l'entreprise. Les informations relatives aux actifs de l'entreprise ont été collectées à partir de la base de données *Thomson Reuters Datastream*.

ACTIF_TOTAL = Logarithme du total des actifs présents au bilan de l'entreprise.

Par ailleurs, la longueur du communiqué impacte directement la latitude dont disposent les dirigeants pour commenter les résultats de la période. Ainsi, plus la taille du communiqué de

presse est importante, plus les dirigeants disposent de la possibilité de commenter à leur guise les RNGAAP divulgués auprès des investisseurs (Henry et al., 2020). La variable LONG_COMMUNIQUE est mesurée par le nombre de pages constituant le communiqué de presse.

LONG_COMMUNIQUE = Nombre de pages constituant le communiqué de presse.

En outre, la proéminence accordée aux RNGAAP est susceptible d'être influencée par d'autres caractéristiques propres à la divulgation de ces indicateurs. Par exemple, la communication de plusieurs types de RNGAAP lors d'une même période peut accroître la propension des entreprises à présenter ces indicateurs de façon proéminente. Ainsi, la variable MULTIPLE_NG est codée 1 lorsque le communiqué de presse inclut plusieurs RNGAAP et 0 dans le cas contraire.

MULTIPLE_NG = 1 lorsque le communiqué inclut plusieurs RNGAAP et 0 sinon.

De la même façon, le nombre de retraitements non-GAAP utilisés pour le calcul des RNGAAP peut influencer la proéminence accordée à ces indicateurs par les dirigeants. En effet, il est possible que ces derniers soient davantage à mêmes d'expliquer et de justifier auprès des investisseurs les choix de retraitements effectués lorsque ces derniers sont d'une plus grande diversité. Ainsi, la variable Nbr_Retrair_NG est calculée par le nombre de retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants pour calculer les RNGAAP.

Nbr_Retrair_NG = Nombre de types de retraitements non-GAAP utilisés pour le calcul des RNGAAP.

Le tableau 14 présenté ci-contre fait la synthèse des variables explicatives et de contrôle utilisées pour le test de nos hypothèses de recherche.

Tableau 14. Définition des variables utilisées pour le test des hypothèses de recherche

Hypothèse	Variable	Définition
H_1	Retrait_NG	NG - GAAP
H_2	RECUR	1 si utilisation de retraitements récurrents et 0 sinon
H_3	Bench_IBES	1 si GAAP < IBES et NG > IBES et 0 sinon
	Bench_N-1	1 si GAAP < GAAP N-1 et NG > GAAP N-1 et 0 sinon
H_4	Loss_Convert	1 si GAAP < 0 et NG > 0 et 0 sinon
	EXCEPTIONNELS	Ampleur des éléments exceptionnels (« <i>special items</i> ») au compte de résultat.
H_5	INCORPORELS	Actifs incorporels / Total Actif
H_6	INSTIT_MED	1 si la part de capital est détenue par une proportion significative d'investisseurs institutionnels et 0 sinon.
H_7	ANALYSTES	Nombre d'analystes financiers couvrant l'entreprise
Variable de contrôle	ACTIF_TOTAL	Total Actif
Variable de contrôle	LONG_COMMUNIQUE	Nombre de pages constituant le communiqué de presse
Variable de contrôle	MULTIPLE_NG	1 si l'entreprise communique plusieurs RNGAAP pour une même période et 0 sinon
Variable de contrôle	Nbr_Retrait_NG	Nombre de retraitements non-GAAP utilisés pour le calcul des RNGAAP

Résumé de la sous-section 1

Cette sous-section avait pour objet la présentation des variables explicatives nous permettant de tester nos hypothèses de recherche. Celles-ci peuvent être regroupées en plusieurs catégories :

- Les **variables liées à l'utilisation des retraitements non-GAAP** : ces variables nous permettent de tester les **hypothèses H_1 et H_2** . Celles-ci mesurent l'ampleur totale des retraitements non-GAAP (Retrait_NG) et l'utilisation de retraitements récurrents par les dirigeants (RECUR).
- Les **variables liées à l'atteinte et / ou dépassement de résultats cibles** : ces variables sont liées au test de l'**hypothèse H_3** . Elles mesurent l'atteinte et / ou le dépassement de la prévision des analystes financiers (Bench_IBES) et l'atteinte et / ou le dépassement du résultat de la période précédente (Bench_N-1).
- Les **variables liées à la pertinence du résultat GAAP** : Ces variables nous permettent de tester l'**hypothèse H_4** . Ces dernières mesurent la conversion de pertes comptables en profit « non-GAAP » (Convert_Loss) et le montant des éléments exceptionnels au sein du résultat GAAP (EXCEPTIONNELS).
- La **variable liée à la complexité interne de l'entreprise**. Celle-ci nous permet de tester l'**hypothèse H_5** et est mesurée par le taux d'actifs incorporels au bilan (INCORPORELS).
- Les **variables liées à la présence d'investisseurs institutionnels et d'analystes financiers** : Ces variables nous permettent de tester les **hypothèses H_6 et H_7** et mesurent respectivement la présence d'une part importante d'investisseurs institutionnels (INSTIT_MED) et le nombre d'analystes financiers suivant l'entreprise (ANALYSTES).

2. Modèles de régression utilisés

Dans cette sous-section, nous présenterons les modèles de régression utilisés pour le test des hypothèses de recherche. Pour chacune des mesures de proéminence mobilisées, deux modèles de régression seront utilisés. Nous présenterons tout d'abord les modèles relatifs à la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse (2.1.) avant de présenter les modèles liés au nombre d'occurrences des RNGAAP (2.2.).

2.1. Modèles relatifs à la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse (modèles 1 et 2).

Les équations correspondant aux deux premiers modèles de régression sont présentées ci-dessous. Le modèle 1 a pour variable dépendante NG_LOC_ABS, qui mesure la localisation absolue des RNGAAP au sein des communiqués de presse (score de 1 à 5). Le modèle 2 a quant à lui pour variable dépendante NG_LOC_REL, qui mesure la localisation relative des RNGAAP par rapport au résultat GAAP (score de -4 à +4).

(Modèle 1)

$$\begin{aligned} \text{NG_LOC_ABS}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} \\ & + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \\ & \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

(Modèle 2)

$$\begin{aligned} \text{NG_LOC_REL}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} \\ & + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \\ & \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

2.1.1. Transformation des variables continues en rangs centiles

Dans la mesure où nos deux variables dépendantes sont polynomiales (variables catégorielles à plus de deux modalités), l'estimation des modèles 1 et 2 n'est pas sans poser de sérieux problèmes économétriques. Ainsi, conformément à Bowen et al. (2005), nous décidons de convertir nos deux variables dépendantes ainsi que l'ensemble des variables continues en rang centiles (Iman et Conover, 1979 ; Lang et Lundholm, 1996). Le rang centile d'un score correspond au pourcentage de scores dans sa distribution de fréquence qui sont égaux ou inférieurs à celui-ci.

Cette transformation des variables continues en rangs centiles nous permet de conduire nos régressions selon la procédure d'estimation des moindres carrés ordinaires (régressions OLS). L'utilisation d'une telle procédure facilite l'interprétation des coefficients obtenus par rapport à l'utilisation d'une régression logistique ordinale. Ainsi, les coefficients β peuvent être interprétés comme reflétant l'effet sur la variable dépendante (en centiles) entraîné par la variation de 1 centile de la variable indépendante considérée.

2.1.2. Procédure d'estimation des modèles 1 et 2

Les régressions sont conduites à l'aide du logiciel STATA. Les variables indépendantes et de contrôle incluses dans chacun des modèles sont celles ayant été présentées dans la sous-section précédente de ce chapitre. En outre, ces modèles incluent des effets fixes liés à l'année ainsi qu'au secteur d'activité. Par ailleurs, dans la mesure où la prééminence accordée aux RNGAAP peut être liée au format de présentation des communiqués de presse, les termes d'erreurs des régressions sont susceptibles d'être corrélés entre eux d'une période à l'autre pour une même entreprise. Suivant les recommandations de Bowen et al. (2005), les régressions sont donc conduites en utilisant la procédure « *Robust standard-errors, clustered by firm* » de STATA. Celle-ci permet de regrouper les erreurs standards par entreprise, conduisant à une estimation plus juste de la statistique t .

2.2. Modèles relatifs au nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (modèles 3 et 4).

Les équations correspondant aux deux derniers modèles de régression sont présentées ci-dessous. Pour rappel, le modèle 3 a pour variable dépendante NG_OCC_ABS, mesurant le

nombre d'occurrences absolu des RNGAAP au sein des communiqués de presse. Le modèle 4 a pour variable dépendante NG_OCC_REL qui mesure le nombre d'occurrences relatif des RNGAAP par rapport au résultat GAAP.

(Modèle 3)

$$\begin{aligned} \text{NG_OCC_ABS}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} + \\ & \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \text{SECTEUR} \\ & + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

(Modèle 4)

$$\begin{aligned} \text{NG_OCC_REL}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} + \\ & \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \text{SECTEUR} \\ & + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

Les variables indépendantes et de contrôle sont les mêmes que pour les modèles 1 et 2. En revanche, nos deux variables dépendantes NG_OCC_ABS et NG_OCC_REL sont continues et ne nécessitent pas de transformations particulières. Les régressions sont conduites selon la procédure des moindres carrés ordinaires à l'aide du logiciel STATA. Ces modèles incluent également des effets fixes liés à l'année et au secteur d'activité. Par ailleurs, ces régressions sont conduites en utilisant la procédure « *Robust standard-errors, clustered by firm* » afin de corriger les problèmes de corrélation des termes d'erreur dans le temps.

Conclusion de la section 3

L'objectif de cette section était de présenter les variables et modèles économétriques nous permettant le test des hypothèses de recherche développées dans le chapitre 2 de cette thèse.

Nous avons commencé par justifier les variables utilisées permettant d'expliquer la prééminence accordée aux RINGAAP par les dirigeants. Ces variables ont trait : à l'utilisation des retraitements non-GAAP, à l'atteinte et / ou dépassement de résultats cibles, à la pertinence du résultat GAAP, à la complexité interne de l'entreprise à la présence d'investisseurs institutionnels et d'analystes financiers.

L'ensemble des variables ayant été présentées, nous avons finalement exposé les modèles de régression utilisés pour mener à bien nos analyses. Ces modèles consistent en des régressions linéaires conduites selon la procédure d'estimation des moindres carrés ordinaires.

Conclusion du chapitre 3

L'objectif de ce chapitre était de présenter la démarche méthodologique mobilisée dans le cadre de cette thèse.

Dans une première section, nous avons présenté la procédure de collecte de données et décrit notre échantillon d'étude. Cette étape nous a permis de justifier l'utilisation du communiqué de presse comme support de communication et de détailler l'approche manuelle de collecte des RNGAAP. Notre échantillon est ainsi constitué de 569 RNGAAP divulgués par les entreprises du SBF 120 entre 2011 et 2017. En outre, cette étape a permis de mettre en évidence les principales caractéristiques des entreprises divulguant des RNGAAP et de comparer celles-ci avec notre échantillon de contrôle (constitué des entreprises ne divulguant pas ces indicateurs).

Dans une deuxième section, nous avons présenté la méthodologie employée pour mesurer les différentes dimensions propres aux stratégies de divulgation de RNGAAP, dont l'étude nous permettra de répondre à la première question de recherche de cette thèse. Plus spécifiquement, nous avons justifié et expliqué les variables relatives : à l'utilisation des retraitements non-GAAP, à la transparence de divulgation, à la proéminence accordée aux RNGAAP et à la régularité de communication dans le temps.

Enfin, dans une troisième section, nous avons présenté la démarche nous permettant de répondre à la deuxième question de recherche de cette thèse. Nous avons tout d'abord justifié et présenté les variables censées expliquer la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants. Nous avons ensuite exposé les modèles économétriques utilisés pour tester les hypothèses de recherche.

Chapitre 4. Résultats : les stratégies de divulgation de RINGAAP dans le contexte français

Introduction du chapitre 4

L'objectif de ce chapitre est d'exposer et de discuter les résultats relatifs à la première question de recherche de cette thèse : Quelles sont les stratégies de divulgation de RINGAAP dans le contexte français ? Quelles sont les conséquences des recommandations de l'ESMA / AMF sur ces stratégies ?

La première section de ce chapitre aura pour objet d'établir un état des lieux des stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants en France à travers trois dimensions principales : (i) les choix d'indicateurs (ii) les choix de calcul et (iii) les choix de présentation de RINGAAP. Cette partie sera également l'occasion de mettre en évidence l'évolution de ces stratégies et l'impact de l'intervention de l'ESMA / AMF sur les choix adoptés par les dirigeants (section 1).

Dans une deuxième section, nous nous focaliserons sur une dimension jusqu'alors peu documentée dans la littérature : la prééminence accordée aux RINGAAP par les dirigeants. Plus spécifiquement, nous exposerons l'articulation de cette pratique avec les autres dimensions de la divulgation de RINGAAP (section 2).

Enfin, dans une troisième section, nous discuterons ces résultats en regard de la littérature et du cadre théorique mobilisé (section 3).

Section 1. Etat des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français

L'objectif de cette section est de présenter l'état des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées dans le contexte français. Nous décrirons tout d'abord les stratégies adoptées en France à travers trois dimensions que sont : les choix d'indicateurs, les choix de calcul et les choix de présentation (1.). Dans un second temps, nous décrirons l'évolution de ces stratégies au cours de la période d'étude et l'impact des orientations mises en place par l'ESMA / AMF en 2015 (2.).

1. Description des stratégies de divulgation en France

Dans cette sous-section, nous exposerons les stratégies de divulgation de RNGAAP à travers trois dimensions principales. Celles-ci ont trait au choix d'indicateurs (1.1.), aux choix de calcul (1.2.) et de présentation des RNGAAP (1.3.).

1.1. Le choix d'indicateurs

1.1.1. Typologie et fréquence de communication

Le tableau 15 présente la fréquence (en nombre d'occurrences et en pourcentage) des différents types de RNGAAP divulgués par les entreprises. Sur les 569 entreprises-années constituant notre échantillon d'étude, 878 RNGAAP ont été communiqués. Avec 453 occurrences, les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel / EBIT (notés NG_RO) sont les plus fréquemment communiqués, représentant à eux seuls plus de la moitié de la totalité des RNGAAP. La deuxième catégorie rassemble les indicateurs dérivés du résultat net comptable (notés NG_RN), avec 331 occurrences (37 % du total des RNGAAP). Enfin, la dernière catégorie rassemble les indicateurs dérivés de l'excédent brut d'exploitation / EBITDA (notés NG_EBITDA) : ces derniers sont les moins fréquemment divulgués, totalisant seulement 94 occurrences (10 % du total de RNGAAP). Dans l'ensemble, ces résultats sont cohérents avec les constatations de Clinch et al. (2019) et viennent confirmer la prépondérance du résultat opérationnel dans le contexte français par rapport aux autres types d'indicateurs.

Tableau 15. Fréquence de divulgation par type d'indicateur

Type d'indicateur	Total	%
NG_RN	331	37,70 %
NG_EBITDA	94	10,71 %
NG_RO	453	51,59 %
Total	878	100 %

Note : NG_RN = RNGAAP dérivés du résultat net comptable ; NG_EBITDA = RNGAAP dérivés de l'excédent brut d'exploitation et / ou EBITDA ; NG_RO = RNGAAP dérivés du résultat opérationnel / exploitation / EBIT.

Les combinaisons de communication les plus fréquemment adoptées au sein de l'échantillon d'étude sont présentées en tableau 16. Tout d'abord, il s'avère que 58,17 % des entreprises ne communiquent qu'une seule catégorie d'indicateurs pour une même période. Dans un peu plus d'un tiers des cas (34,62 %), ces entreprises divulguent des RNGAAP dérivés du résultat opérationnel tandis que la divulgation d'indicateurs dérivés du résultat net représente 19,86 % des entreprises-années. Enfin, la communication de RNGAAP dérivés de l'EBITDA semble bien plus rare, ces derniers représentant seulement 3,87 % de l'échantillon d'étude.

En cas de communication de plusieurs catégories d'indicateurs (soit 41,83 % des entreprises-années), la combinaison la plus fréquente consiste pour les entreprises à divulguer un RNGAAP issu du résultat net et un RNGAAP dérivé du résultat opérationnel (29,53 %). En revanche, la communication de NG_RN associée aux NG_EBITDA est bien plus rare (3,64 %) tout comme la divulgation de NG_EBITDA associée aux NG_RO (4,75 %). Enfin, la divulgation simultanée des trois catégories de RNGAAP n'est que marginale au sein de notre échantillon, avec 3,69 % du total des entreprises-années.

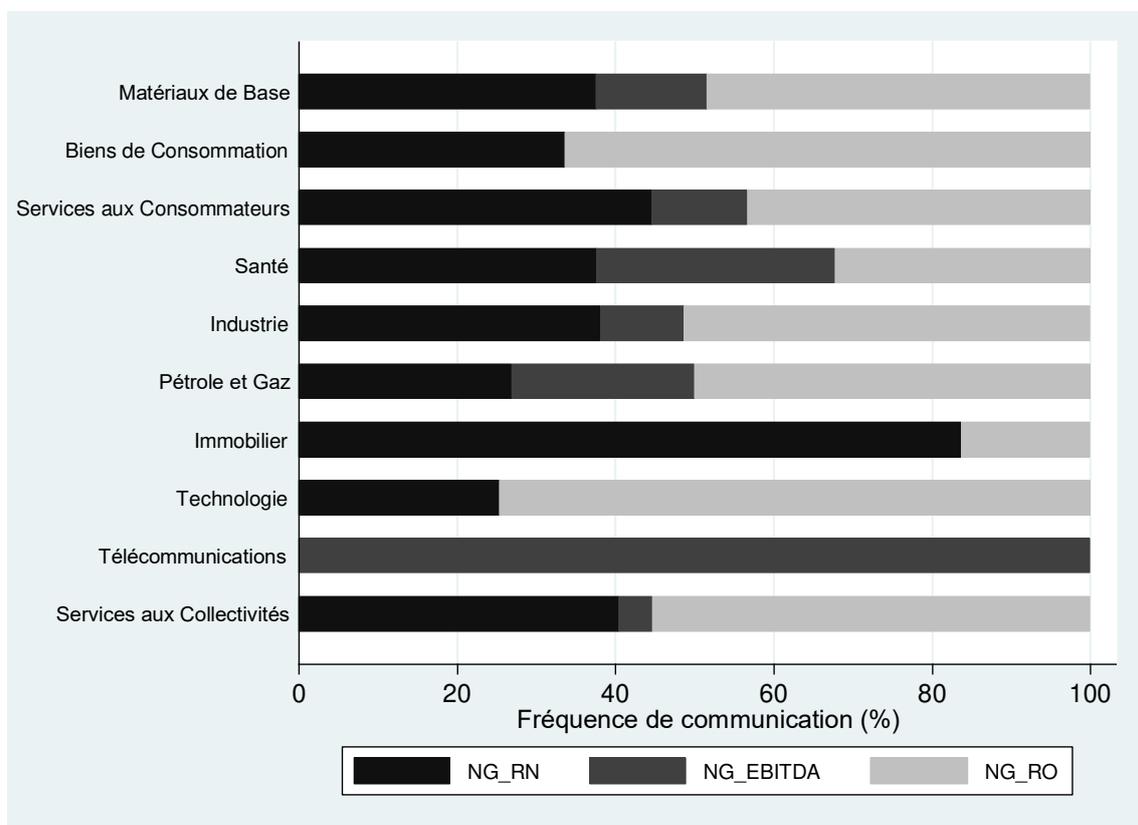
Tableau 16. Combinaisons de communication

	Entreprises-années	%
NG_RN seulement	113	19,86 %
NG_EBITDA seulement	21	3,69 %
NG_RO seulement	197	34,62 %
NG_RN et NG_EBITDA	22	3,87 %
NG_RN et NG_RO	168	29,53 %
NG_EBITDA et NG_RO	27	4,75 %
NG_RN et NG_EBITDA et NG_RO	21	3,69 %
Total (entreprises-années)	569	100 %

Note : NG_RN = RNGAAP dérivés du résultat net comptable ; NG_EBITDA = RNGAAP dérivés de l'excédent brut d'exploitation et / ou EBITDA ; NG_RO = RNGAAP dérivés du résultat opérationnel / exploitation / EBIT.

Finalement, la figure 15 présente la fréquence avec laquelle sont communiqués les différents types d'indicateurs en fonction du secteur d'activité. Ainsi, les entreprises du secteur de l'immobilier privilégient largement la divulgation de RNGAAP dérivés du résultat net, ces derniers représentant plus de 80 % de la totalité des indicateurs communiqués. A contrario, si les RNGAAP issus de l'EBITDA sont dans l'ensemble assez peu communiqués, ils représentent en revanche 100 % des indicateurs divulgués par les entreprises du secteur des télécommunications. Finalement, nous constatons que certains secteurs adoptent un « mix-communication » plus équilibré. Par exemple, les entreprises du secteur de la santé divulguent les trois catégories d'indicateurs dans la même proportion.

Figure 15. Combinaisons de communication par secteur d'activité



1.1.2. Désignation des RNGAAP au sein des communiqués de presse

Comme le révèle le tableau 17, la terminologie utilisée pour désigner les RNGAAP est large : ces indicateurs sont assortis de 32 désignations différentes. L'indicateur « *résultat opérationnel courant* » est le plus fréquemment utilisé, avec 229 occurrences. Cela représente la moitié des RNGAAP dérivés du résultat opérationnel et plus du quart de la totalité des RNGAAP toute catégorie confondue. L'importance du résultat opérationnel courant dans le contexte français n'est pas surprenant dans la mesure où celui-ci fait l'objet de recommandations spécifiques de

la part de l'ANC. En outre, le « *résultat net ajusté* » (109 occurrences), le « *résultat net courant* » (75 occurrences) et le « *résultat opérationnel ajusté* » (71 occurrences) sont les indicateurs les plus communément communiqués au sein de l'échantillon d'étude. Au contraire, le « *résultat net sous-jacent* », « *l'EBIT sous-jacent* » et le « *résultat net avant coût d'acquisition* » sont les moins fréquemment divulgués totalisant dans leur ensemble seulement 5 occurrences. Conformément à ce qu'a constaté Aubert (2010), le qualificatif de « *pro forma* » n'est pas utilisé par les entreprises dans le contexte français. De la même façon, aucun RNGAAP n'est désigné sous le qualificatif de « *non-GAAP* ». En revanche, certains des indicateurs communiqués font explicitement référence au référentiel comptable en vigueur en France, puisque 26 RNGAAP sont qualifiés de « *non-IFRS* ».

Selon les orientations de l'ESMA et reprises par AMF, « *les IAP communiqués doivent être assortis de dénominations reflétant leur contenu et leur mode de calcul afin d'éviter de transmettre des messages trompeurs aux utilisateurs* » (ESMA, 2015, §22). Il semble que la plupart des indicateurs divulgués soient assortis de dénominations génériques reflétant leur nature « *ajustée* » de façon transparente : les termes « *ajusté* », « *courant* » ou « *récurrent* » sont par exemple très utilisés. Toutefois, très peu d'indicateurs font explicitement référence au mode de calcul adopté par les dirigeants. Ainsi, les termes « *avant dépréciations* », « *avant coûts d'acquisition* » ou « *avant impôts différés* » ne sont utilisés que 25 fois. Enfin, on peut remarquer l'utilisation du terme de « *normalisé* » à 18 reprises. Dans la mesure où il renvoie explicitement à la notion de normalisation, ce qualificatif est susceptible d'induire en erreur les utilisateurs de l'information¹¹⁹.

¹¹⁹ Le régulateur européen précise que « *les dénominations ne doivent pas être trop optimistes et / ou être similaires aux résultats issus de l'information réglementée* » (ESMA, 2015, §23).

Tableau 17. Désignations des RNGAAP au sein des communiqués de presse

Terminologie	
RNGAAP dérivés du résultat net (NG_RN)	n
<i>Résultat net ajusté</i>	109
<i>Résultat net courant</i>	75
<i>Résultat net récurrent</i>	48
<i>Résultat net avant éléments non-récurrents</i>	33
<i>Résultat net non-IFRS</i>	13
<i>Résultat net EPRA</i>	13
<i>Résultat net normalisé</i>	12
<i>Résultat net avant dépréciations</i>	10
<i>Résultat net avant impôts différés</i>	6
<i>Résultat net avant éléments exceptionnels</i>	6
<i>Résultat net retraité</i>	3
<i>Résultat net sous-jacent</i>	2
<i>Résultat net avant coûts d'acquisition</i>	1
Sous-total	331
RNGAAP dérivés de l'EBITDA (NG_EBITDA)	n
<i>EBITDA ajusté</i>	40
<i>EBITDAR</i>	20
<i>EBITDA courant</i>	19
<i>EBITDA retraité</i>	11
<i>EBITDA sous-jacent</i>	4
Sou-total	94
RNGAAP dérivés du résultat opérationnel (NG_RO)	n
<i>Résultat opérationnel courant</i>	229
<i>Résultat opérationnel ajusté</i>	71
<i>Résultat opérationnel d'activité</i>	43
<i>Résultat opérationnel courant ajusté</i>	20
<i>EBITA ajusté</i>	17
<i>EBITA courant</i>	14
<i>Résultat opérationnel non-IFRS</i>	13
<i>Résultat opérationnel récurrent</i>	12
<i>Résultat opérationnel courant avant coûts d'acquisition</i>	8
<i>Marge opérationnelle ajustée</i>	8
<i>Résultat opérationnel normalisé</i>	7
<i>EBIT avant éléments exceptionnels</i>	6
<i>Résultat opérationnel courant contributif</i>	4
<i>EBIT sous-jacent</i>	2
Sous-total	453
Total RNGAAP	878

1.1.3. Régularité de divulgation dans le temps

Le tableau 18 présente la régularité avec laquelle sont divulgués les RNGAAP dans le temps. Le Panel A présente la distribution de l'échantillon d'étude selon le nombre de période (années) concernées par la communication de RNGAAP. Le Panel B présente quant à lui la régularité dans le choix de chaque catégorie d'indicateurs d'une période à l'autre.

On peut tout d'abord constater que 67 entreprises sur 93 (72 % des entreprises de l'échantillon) ont divulgué des RNGAAP sur les 7 périodes d'étude, représentant environ trois entreprises sur quatre. Plus globalement, les entreprises ayant fourni ces indicateurs sur 5 années ou plus, représentent près de 85 % de l'échantillon (79 entreprises sur 93). Au contraire, la divulgation occasionnelle de RNGAAP semble très peu courante au sein de notre échantillon, puisque seulement 14 entreprises ont communiqué des RNGAAP moins de 5 fois entre 2011 et 2017.

Tableau 18. La régularité de divulgation des RNGAAP

Panel A. Nombre d'années concernées par la divulgation de RNGAAP			
Nombre d'années	n	Entreprises	%
7	469	67	72,04%
6	48	8	8,60%
5	20	4	4,30%
4	16	4	4,30%
3	6	2	2,15%
2	2	1	1,08%
1	7	7	7,53%
Total	569	93	100 %
Panel B. Régularité de divulgation des RNGAAP d'une période à l'autre			
Indicateur	n	Divulgation en N et N-1	%
NG_RN	289	246	85,12 %
NG_EBITDA	81	73	90,12 %
NG_RO	356	341	95,78 %

Le Panel B révèle par ailleurs une très forte régularité dans le choix du type d'indicateur dans le temps par les dirigeants. Par exemple, 95,78 % des RNGAAP dérivés du résultat opérationnel sont communiqués successivement d'une période à l'autre. Bien que les RNGAAP dérivés de l'EBITDA soient les indicateurs les moins fréquemment divulgués au sein de notre échantillon, ils sont en revanche communiqués avec une très grande régularité (90,33 %). Il semble cependant que les RNGAAP issus du résultat net soient communiqués de façon relativement moins régulière puisque « seulement » 85,12 % des indicateurs de cette catégorie sont communiqués d'une année à l'autre.

Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que la divulgation de RNGAAP s'inscrit dans une politique cohérente dans le temps. Tout d'abord, ces indicateurs sont fréquemment communiqués par les dirigeants : le choix de communiquer une année détermine fortement la propension à communiquer l'année suivante. Cela confirme l'importance de cette pratique observée en France depuis le début des années 2000 (Aubert, 2010 ; Jeanjean et al., 2018 ; Clinch et al., 2019)¹²⁰. D'autre part, la typologie de divulgation s'avère être très stable dans le temps. À l'exception des RNGAAP dérivés du résultat net, les dirigeants utilisent les mêmes types d'indicateurs d'une période à l'autre.

1.2. Les choix de calcul des RNGAAP

1.2.1. Typologie et ampleur des retraitements non-GAAP

Les statistiques descriptives relatives à l'ampleur et à la typologie des retraitements non-GAAP utilisés sont exposées dans le tableau 19. Tout type d'indicateurs confondus, les RNGAAP sont de 5,869€ par action (Panel A). Ce montant est plus de deux fois supérieur à celui du résultat GAAP (2,386 € par action). En moyenne, les dirigeants excluent du calcul des RNGAAP un montant de 1,088€ par action, ce qui représente 45 % de la valeur du résultat GAAP (variable *Retrait_NG*). A titre de comparaison, Aubert (2010) a constaté que ces ajustements ne représentaient que 14 % du résultat GAAP entre 1996 et 2006. L'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés dans le contexte français a donc considérablement augmenté au cours des dernières années.

Les retraitements récurrents (variable *RECUR_Retrait_NG*) présentent un montant de 0,703€ par action. Les retraitements non-récurrents sont quant à eux de 0,492€ par action (variable *NONRECUR_Retrait_NG*)¹²¹. Toutefois, les valeurs médianes de ces variables (respectivement 0,363€ par action et 0,208€ par action) révèlent l'existence de valeurs positives extrêmes tirant à la hausse la moyenne. Enfin, la variable *POSITIVE_Retrait_NG* révèle que 89,90 % des retraitements utilisés se traduisent par la communication d'un RNGAAP supérieur au résultat GAAP.

¹²⁰ En Australie, Malone et al. (2016) ont constaté que 59 % des entreprises ont divulgué au moins un RNGAAP sur les 3 années de la période étudiée (2008-2010).

¹²¹ Un test de *Student* sur échantillons appariés (non présenté) révèle que ces deux moyennes ne sont pas statistiquement différentes l'une de l'autre.

Tableau 19. Typologie et ampleur des retraitements non-GAAP

Panel A. Ampleur des retraitements non-GAAP				
Variable	n	Moyenne	Médiane	Ecart-type
GAAP	569	2,386	1,870	5,640
NG	569	5,869	4,413	9,865
Retrait_NG	569	1,088	0,539	1,900
RECUR_Retrait_NG	569	0,703	0,363	3,111
NONRECUR_Retrait_NG	569	0,492	0,208	2,135
POSITIVE_Retrait_NG	569	0,899	1	0,302
Panel B. Typologie de retraitements non-GAAP				
Retraitement	n	Moyenne	Médiane	Ecart-type
RESTRUCT	242 (16,64 %)	0,531***	0,227	1,023
AMORT&DEPREC	338 (23,25 %)	1,340***	0,682	5,578
IMPAIR	76 (5,23 %)	1,744**	0,178	4,936
ACQUIS	108 (7,43 %)	0,217***	0,107	0,291
LITIGES	45 (3,09 %)	0,147***	0,151	0,174
PMV	151 (10,39 %)	-0,757***	-0,288	1,888
REMU_ACTIONS	83 (5,71 %)	0,444***	0,175	1,057
RETRAITES	18 (1,24 %)	0,360	0,038	1,459
FINANCE	189 (13,00 %)	0,775*	0,184	5,060
IMPOTS	27 (1,86 %)	0,126	0,036	0,789
IM&MEE	77 (5,30 %)	0,116	-0,012	1,779
AUTRES	100 (6,88 %)	0,435***	0,103	1,191

Note : GAAP = Résultat net IFRS, part du groupe par action ; NG = RNGAAP par action ; Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements récurrents ; NONRECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements non-récurrents ; POSITIVE_Retrait_NG = 1 si Retrait_NG > 0 et 0 sinon ; RESTRUCT = Retraitements liés aux dépenses / provisions de restructurations, fusions et / ou réorganisation ; AMORT&DEPREC = Retraitements liés aux amortissements et dépréciations d’actifs corporels et incorporels (hors écarts d’acquisition) ; IMPAIR = Retraitements liés à la dépréciation des écarts d’acquisition ; LITIGES = Retraitements liés aux provisions pour litiges ; PMV = Retraitements liés aux plus ou moins-values sur la cession d’actifs ; REMU_ACTION = Retraitements liés à la rémunération des dirigeants en actions ; RETRAITES = Retraitements liés aux provisions pour retraites ; FINANCE = Retraitements liés à la variation de juste valeur des actifs financiers et aux écarts de changes ; IMPOTS = Retraitements liés aux impôts et taxes (hors impact fiscal des retraitements) ; IM&MEE = Retraitements liés aux intérêts minoritaires et à la quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence.

Le Panel B présente la fréquence et l’ampleur des différents types de retraitements non-GAAP utilisés lors du calcul des RNGAAP. Le retraitement le plus fréquent concerne l’exclusion de charges relatives aux amortissements et dépréciations (AMORT&DEPREC) : ces dernières sont exclues à 338 reprises, ce qui représente presque un quart de la totalité des retraitements non-GAAP utilisés. En outre, les retraitements liés aux dépenses de restructurations / fusions / réorganisations (RESTRUCT), aux variations de valeur liées aux instruments financiers (FINANCE) et aux plus ou moins-values sur la cession d’actifs (PMV) représentent respectivement 16,64 %, 13 % et 10,38 % du total des éléments exclus par les dirigeants. Au contraire, les charges et / ou produits liés aux impôts (IMPOTS) et aux provisions pour retraites (RETRAITES) sont les moins fréquemment exclus du calcul des RNGAAP. Finalement, on peut constater que près de 7 % des retraitements utilisés correspondent à des éléments ne rentrant dans aucune autre des catégories (AUTRES). En termes d’ampleur, les retraitements

liés à la dépréciation des écarts d'acquisition (IMPAIR) sont les plus importants (1,744 euros par action) suivis de ceux liés aux charges d'amortissements / dépréciations (1,340 euros par action) et de ceux liés aux instruments financiers (0,775 euros par action). Un test de *Student* révèle que la quasi-totalité des retraitements non-GAAP est statistiquement supérieur à zéro. Par ailleurs, les retraitements liés aux plus et moins-values sur la cession d'actifs sont les seuls présentant un montant négatif.

1.2.2. Régularité de calcul des RGAAP dans le temps

Le tableau 20 présente la régularité avec laquelle les retraitements non-GAAP sont utilisés par les dirigeants d'une période à l'autre. Il apparaît ainsi que certains types de retraitements sont utilisés de façon très régulière d'une année à l'autre. Par exemple, 84,93 % de ceux relatifs à la rémunération des dirigeants en actions (REMU_ACTIONS) et 80,38 % de ceux liés aux dépréciations / amortissements (AMORT&DEPREC) sont utilisés à la fois en N et en N-1. Cela est cohérent avec la littérature antérieure qui considère ces retraitements comme représentant des éléments récurrents (Black et Christensen, 2009 ; Black et al., 2018).

Tableau 20. Régularité de calcul des RGAAP

Type de retraitements	n	Utilisé en N et N-1 (REGUL_RETRAIT_TYPE = 1)	%
RESTRUCT	218	179	81,65 %
AMORT&DEPREC	311	250	80,38 %
IMPAIR	66	45	68,18 %
ACQUIS	96	67	69,79 %
LITIGES	41	21	51,21 %
PMV	137	96	70,07 %
REMU_ACTIONS	73	62	84,93 %
RETRAITES	15	9	60,00 %
FINANCE	173	143	82,65 %
IMPOTS	26	13	50,00 %
IM&MEE	69	55	79,71 %
AUTRES	90	62	68,88 %

Note : RESTRUCT = Retraitements liés aux dépenses / provisions de restructurations, fusions et / ou réorganisation ; AMORT&DEPREC = Retraitements liés aux amortissements et dépréciations d'actifs corporels et incorporels (hors écarts d'acquisition) ; IMPAIR = Retraitements liés à la dépréciation des écarts d'acquisition ; LITIGES = Retraitements liés aux provisions pour litiges ; PMV = Retraitements liés aux plus ou moins-values sur la cession d'actifs ; REMU_ACTION = Retraitements liés à la rémunération des dirigeants en actions ; RETRAITES = Retraitements liés aux provisions pour retraites ; FINANCE = Retraitements liés à la variation de juste valeur des actifs financiers et aux écarts de changes ; IMPOTS = Retraitements liés aux impôts et taxes (hors impact fiscal des retraitements) ; IM&MEE = Retraitements liés aux intérêts minoritaires et à la quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence.

Toutefois, bon nombre de retraitements qualifiés par la littérature de non-récurrents s'avèrent en réalité être exclus très régulièrement d'une période à l'autre (Nichols et al., 2005 ; Choi et al., 2007 ; Black et Christensen, 2009). C'est le cas par exemple des retraitements liés aux variations de valeur des instruments financiers qui sont utilisés successivement d'une année à l'autre dans 82,65 % des cas. Plus surprenant encore, le tableau 20 révèle que 81,65 % des retraitements en rapport avec les dépenses de restructuration sont utilisés successivement d'une année sur l'autre. Cette régularité est même plus importante que celle relative aux dépréciations et amortissements constatée plus haut. Enfin, les dépenses liées à l'acquisition d'entreprises apparaissent loin d'être de nature exceptionnelle, puisqu'elles sont exclues d'une année sur l'autre dans plus de 72 % des cas. A contrario, d'autres types de retraitements sont utilisés avec beaucoup moins de régularité. C'est le cas par exemple de l'exclusion de produits et / ou charges liés aux impôts (50 %), des provisions liées aux litiges avec les tiers (51,21 %) ou de la dépréciation des écarts d'acquisition (68,18 %).

1.2.3. Ampleur des retraitements non-GAAP selon les types d'indicateurs

Le tableau 21 présente les statistiques relatives à l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants selon les types d'indicateurs divulgués. On peut ainsi constater que la communication de RNGAAP dérivés de l'EBITDA se traduit par l'utilisation des retraitements non-GAAP la plus importante en termes d'ampleur : la variable *Retrait_NG* est de 4,136€ par action. C'est nettement plus que les RNGAAP dérivés du résultat net (1,325€ par action) ou les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel (1,662€ par action). En revanche, l'ampleur des retraitements récurrents par rapport aux retraitements non-récurrents est relativement la même quel que soit le type d'indicateur considéré : la part de la variable *RECUR_Retrait_NG* représente approximativement la moitié de la variable *Retrait_NG*.

Compte tenu de l'importance du « résultat opérationnel courant » (ROC) au sein de notre échantillon, le tableau 21 compare également l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés pour le calcul de cet indicateur avec ceux utilisés pour le calcul des autres RNGAAP dérivés du résultat opérationnel (*NG_RO*). Il apparaît que la divulgation de ROC se traduit par l'utilisation d'une moins grande ampleur de retraitements : la variable *Retrait_NG* est de 1,068€ par action pour les ROC contre 2,200€ par action pour les indicateurs de même catégorie. Un test t de *Student* révèle que cette différence est significative au seuil de 5 % ($t = 1,935$). Aucune différence notable n'est à constater en ce qui concerne l'ampleur des retraitements récurrents et non-récurrents.

Tableau 21. Ampleur des retraitements non-GAAP selon les types d'indicateurs

Variable	NG_RN (n = 331)		NG_EBITDA (n =94)		NG_RO (n = 453)	
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type
Retrait_NG	1,325	5,683	4,136	7,700	1,662	5,248
RECUR_Retrait_NG	0,708	4,823	2,435	4,569	0,978	2,431
NONRECUR_Retrait_NG	0,783	4,266	2,775	5,803	0,969	4,479
	Résultat opérationnel courant (n = 229)			Autres NG_RO (n = 224)		
Variable	Moyenne		Ecart-Type		Moyenne	
Retrait_NG	1,068		2,001		2,200	
RECUR_Retrait_NG	0,852		2,106		1,054	
NONRECUR_Retrait_NG	0,589		1,217		1,313	
	Moyenne		Ecart-Type		Moyenne	
Retrait_NG	1,068		2,001		2,200	
RECUR_Retrait_NG	0,852		2,106		1,054	
NONRECUR_Retrait_NG	0,589		1,217		1,313	

Note : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements récurrents ; NONRECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements non-récurrents

1.3. Les choix de présentation des RNGAAP

1.3.1. Transparence de communication

Le tableau 22 présente les modalités prises par les variables mesurant la transparence de communication des RNGAAP. Celles-ci portent sur : la définition des RNGAAP utilisés et leur qualité de réconciliation.

Tout d’abord, il semble que très peu d’entreprises définissent clairement la nature des indicateurs communiqués aux investisseurs (Panel A). En moyenne, seulement 26 % des RNGAAP divulgués sont définis de manière explicite et distincte au sein des communiqués de presse (soit un RNGAAP sur quatre). Pour 28,65 % de ceux-ci, une définition est présente, mais uniquement sous la forme de note de bas de page (définition implicite). Enfin, pour presque la moitié de notre échantillon d’étude (45,34 %), aucune information ne fait mention de l’utilisation d’indicateurs non conformes aux normes IFRS.

S’agissant de la qualité de réconciliation (i.e. explication des retraitements non-GAAP utilisés), les entreprises sont également loin d’être totalement transparentes (Panel B). Par exemple, la présentation d’une réconciliation numérique complète ne concerne que 39,54 % des RNGAAP communiqués. Toutefois, dans un peu plus de 20 % des cas, les informations présentes au sein du communiqué de presse permettent d’attester de la nature et de l’ampleur des retraitements non-GAAP utilisés. Dans 28,82 % des cas, seuls les types de retraitements utilisés sont indiqués

dans les communiqués. Enfin, 11,60 % des RNGAAP sont fournis de manière totalement opaque, ne précisant ni les types, ni l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés.

Tableau 22. Scores de transparence de divulgation

Panel A. Définition des RNGAAP (DEFINITION)		
	n	%
(2) Définition explicite	148	26,01 %
(1) Définition implicite	163	28,65 %
(0) Absence de définition	258	45,34 %
Total	569	100 %
Panel B. Qualité de réconciliation des RNGAAP (RECONCIL)		
	n	%
(4) Réconciliation numérique complète	225	39,54 %
(2) Informations relatives aux types et montants des retraitements	114	20,04 %
(1) Informations relatives aux types de retraitements	164	28,82 %
(1) Absence d'information	66	11,60 %
Total	569	100 %

1.3.2. Proéminence des RNGAAP

Le tableau 23 présente les modalités prises par les variables mesurant la proéminence des RNGAAP. Ces variables portent sur : la localisation des indicateurs (GAAP et RNGAAP) et le nombre d'occurrences de ces derniers au sein des communiqués de presse.

Tout d'abord, les RNGAAP sont présentés plus tôt que les résultats GAAP au sein des communiqués de presse (Panel A). Par exemple, 7,73 % (3,69 %) des RNGAAP (résultats GAAP) sont présentés dès le titre du communiqué. De la même façon, plus de la moitié des RNGAAP (58 %) sont présents dès le sous-titre du communiqué de presse, contre seulement un quart des résultats GAAP (25,83 %). Les résultats GAAP sont quant à eux divulgués dans leur grande majorité à partir du premier ou deuxième paragraphe (53,78 %). Finalement, on peut constater qu'aucun RNGAAP n'est présent uniquement à la fin du communiqué alors même que cette configuration concerne 5,45 % des résultats issus de l'information réglementée.

Le score relatif de localisation confirme la tendance observée plus haut (variable NG_LOC_REL). Au total, un peu plus de 50 % de l'échantillon d'étude (soit 288 entreprises-années) correspond à la situation dans laquelle les RNGAAP sont présentés relativement plus tôt que les résultats GAAP dans les communiqués de presse (NG_LOC_REL > 0). Par ailleurs, la proéminence relative des RNGAAP apparaît particulièrement marquée dans 4 % des cas dans lesquels la variable NG_LOC_REL prend les modalités +3 et +4. Au contraire, la situation inverse (résultats GAAP présentés plus tôt que les RNGAAP) ne concerne que 8,26 % de ce

même échantillon (47 entreprises-années). Finalement, les RNGAAP sont présentés avec la même proéminence que les résultats GAAP dans 41,12 % des cas.

Les RNGAAP sont également plus fréquemment cités par les dirigeants (Panel B). Ces indicateurs apparaissent en moyenne 16 fois au sein des communiqués de presse (NG_OCC_ABS), contre 10,5 fois pour les résultats GAAP (GAAP_OCC_ABS). Enfin, la variable NG_OCC_REL, qui mesure le nombre d'occurrences relatif des RNGAAP (par rapport au résultat GAAP) présente une moyenne de 5,525.

Tableau 23. Scores de proéminence des RNGAAP

Panel A. Localisation des indicateurs au sein du communiqué de presse				
Proéminence absolue	GAAP_LOC_ABS		NG_LOC_ABS	
	n	%	n	%
(5) Titre du communiqué	21	3,69 %	44	7,73 %
(4) Sous-titre du communiqué	147	25,83 %	330	58,00 %
(3) 1 ^{er} / 2 ^{ème} paragraphe	306	53,78 %	184	32,34 %
(2) 3 ^{ème} paragraphe ou après	64	11,25 %	11	1,93 %
(1) Etats financiers	31	5,45 %	0	0,00 %
Total	569	100 %	569	100 %
Proéminence relative	NG_LOC_REL			
	n	%		
(+4) NG dans le titre et GAAP dans les états financiers	2	0,35 %		
(+3)	21	3,69 %		
(+2)	72	12,65 %		
(+1)	193	33,92 %		
(0) Même niveau de proéminence	234	41,12 %		
(-1)	32	5,62 %		
(-2)	8	1,41 %		
(-3)	7	1,23 %		
(-4) GAAP dans le titre et NG dans les états financiers	0	0,00 %		
Total	569	100 %		
Panel B. Occurrences des indicateurs au sein du communiqué de presse				
Proéminence absolue	n	Moyenne	Médiane	Ecart-Type
GAAP_OCC_ABS	569	10,535	7	10,424
NG_OCC_ABS	569	16,081	13	12,394
Proéminence relative	n	Moyenne	Médiane	Ecart-Type
NG_OCC_REL	569	5,525	5	10,989

Résumé de la sous-section 1

L'objectif de cette première sous-section était de dresser un état des lieux des principales dimensions de la divulgation de RNGAAP dans le contexte français. Plusieurs points essentiels peuvent ainsi être soulevés :

Pour commencer, **la divulgation de RNGAAP est une pratique largement répandue** s'inscrivant dans une politique mise en œuvre sur le long terme. Les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel sont les indicateurs les plus privilégiés par les dirigeants (suivis par les RNGAAP dérivés du résultat net) : plus d'un quart des RNGAAP sont ainsi divulgués sous la terminologie « résultat opérationnel courant », soulignant le rôle joué par le normalisateur français (ANC) sur les pratiques de communication volontaire des entreprises. La divulgation est non seulement très fréquente (la plupart des entreprises communiquant ces indicateurs chaque année) mais également cohérente dans le temps. A l'exception des RNGAAP dérivés du résultat net, les dirigeants adoptent des choix d'indicateurs très réguliers d'une période à l'autre.

Dans le même temps, **le calcul des RNGAAP fait l'objet d'une latitude considérable de la part des dirigeants**. L'ampleur des retraitements non-GAAP représente approximativement 50 % du montant du résultat GAAP. Par ailleurs, les retraitements d'éléments récurrents et / ou réguliers d'une période à l'autre représentent une part considérable des éléments exclus par les dirigeants (en termes de fréquence et d'ampleur). Les RNGAAP dérivés de l'EBITDA sont les indicateurs pour lesquels ces retraitements sont les plus importants. Au contraire, les indicateurs qualifiés de « résultat opérationnel courant » présentent des retraitements deux fois moins importants que les autres RNGAAP de cette même catégorie.

Enfin, **les RNGAAP divulgués sont peu transparents**. Seulement un quart des RNGAAP communiqués sont précisément définis au sein des communiqués de presse tandis que la présence d'une réconciliation complète concerne moins de la moitié de ces indicateurs. Malgré tout, la communication de RNGAAP de façon totalement opaque ne concerne que très peu d'entreprises de notre échantillon. Par ailleurs, **les dirigeants accordent davantage de proéminence aux RNGAAP par rapport au résultat GAAP** : ces derniers sont présentés relativement plus tôt et sont cités relativement plus fréquemment que les résultats GAAP au sein des communiqués de presse.

2. Evolution des stratégies de divulgation de RNGAAP et impact des orientations de l'ESMA / AMF

Dans cette sous-section, nous décrirons l'évolution des stratégies de divulgation de RNGAAP au cours de la période d'étude et mesurerons l'impact des orientations mises en place par l'ESMA / AMF en 2015 sur ces stratégies. Après avoir comparé chacune des dimensions de la communication de RNGAAP avant et après l'intervention du régulateur européen (2.1), nous procéderons à une analyse complémentaire afin de prendre en compte le rôle des dispositifs de gouvernance existants au sein de l'entreprise (2.2).

2.1. Comparaison des stratégies de divulgation avant et après l'intervention de l'ESMA / AMF

2.1.1. Evolution des stratégies de divulgation sur la période d'étude

Le tableau 24 présente l'évolution des stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants sur la période d'étude et mesure l'impact de l'intervention de l'ESMA / AMF sur ces stratégies. Dans la mesure où nous ne disposons que de deux années consécutives à l'intervention de l'ESMA (contre cinq années pour la période précédant cette intervention), les comparaisons de moyenne / fréquence sont conduites en comparant l'année 2014 avec l'année 2016 (première année d'application de la régulation).

La politique de communication de RNGAAP a sensiblement évolué au cours de la période d'étude. La divulgation de RNGAAP dérivés du résultat net passe ainsi de 35 occurrences en 2011 à 54 occurrences en 2017, représentant une augmentation de plus de 54 %. Les RNGAAP dérivés de l'EBITDA sont également communiqués plus fréquemment, passant de 10 occurrences à 16 occurrences. La communication de RNGAAP dérivés du résultat opérationnel demeure quant à elle relativement stable dans le temps. Toutefois, l'accroissement du volume de divulgation ne semble pas être la conséquence directe de l'intervention du régulateur européen, comme le révèlent les tests de Khi-deux non significatifs. Ces résultats reflètent donc plutôt un effet temporel plus général conforme à ce qui est observé dans la littérature antérieure (Black et al., 2018 ; Jeanjean et al., 2018).

Les choix liés au calcul des RNGAAP ont également évolué au cours de la période d'étude, traduisant notamment l'impact de l'intervention du régulateur européen. Alors que l'ampleur des retraitements non-GAAP n'a cessé d'augmenter entre 2011 et 2015 (passant de 0,980 à 2,693€ par action), il semble que cette tendance ait été renversée à la suite de la mise en place des recommandations en 2015. En effet, ces retraitements diminuent de moitié, passant de 1,916€ par action en 2014 à 0,985€ par action en 2016 ($t = 1,247$; $p\text{-value} < 0,05$). De plus, la régulation semble avoir eu un impact sur la qualité des retraitements utilisés par les dirigeants. Entre 2014 et 2016, l'ampleur des retraitements récurrents est passée de 0,756€ par action à 0,253€ par action, soit une baisse de 198 % ($t = 1,616$; $p\text{-value} < 0,05$). L'ampleur des retraitements non-récurrents a également diminué: la variable NONRECUR_Retrait_NG est passée de 1,361€ par action à 0,798€ par action. Toutefois, cette différence n'est significative qu'au seuil de 10 %, limitant ainsi la portée de ces résultats. Dans l'ensemble, ces derniers sont cohérents avec ceux constatés aux États-Unis qui documentent un impact de la régulation sur l'ampleur et la qualité des retraitements non-GAAP (Heflin et Hsu, 2008 ; Kolev et al., 2008 ; Black et al., 2017).

Enfin, l'analyse des choix liés à la présentation des RNGAAP révèle une évolution à deux vitesses. D'une part, les entreprises apparaissent significativement plus transparentes à la suite de l'intervention de l'ESMA / AMF. En effet, les entreprises ont davantage tendance à définir les indicateurs utilisés après 2015. La variable DEFINITION passe ainsi de 0,776 en 2014 à 1,112 en 2016 ($t = -2,415$; $p\text{-value} < 0,01$). Cette hausse contraste avec la stabilité existante entre 2011 et 2014, ce qui suggère un effet direct lié à l'intervention de l'ESMA / AMF sur cette dimension de la divulgation. De même, les dirigeants semblent plus enclins à expliquer les retraitements utilisés pour le calcul des RNGAAP après 2015 : la variable RECONCIL passe de 1,955 en 2014 à 2,430 en 2016 ($t = -2,515$; $p\text{-value} < 0,01$). Il semble cependant que cette hausse traduise moins un effet direct de la régulation qu'une tendance plus générale au cours de la période d'étude, l'intervention de l'ESMA ayant joué un rôle de catalyseur.

D'autre part, la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants n'a pas considérablement évolué entre 2011 et 2017, qu'il s'agisse de la localisation ou du nombre d'occurrences de ces indicateurs au sein des communiqués de presse. Par exemple, les variables NG_LOC_REL et NG_OCC_REL passent respectivement de 0,597 et 5,166 en 2011 à 0,581 et 6,732 en 2017. Aucune de ces variables ne présente de moyennes statistiquement différentes entre 2014 et 2016.

Tableau 24. Evolution des stratégies de divulgation et impact des orientations de l'ESMA / AMF

	PRE-INTERVENTION (n = 311)				2015	POST-INTERVENTION (n = 172)		Comparaisons de moyenne / fréquence
	2011	2012	2013	2014		2016	2017	Test de Khi-Deux (2014 – 2016)
(i) Divulgation								
NG_RN	35	42	46	49	49	49	54	0,000
NG_EBITDA	10	12	11	14	14	14	16	0,000
NG_RO	56	57	59	61	61	61	58	0,000
(ii) Calcul								
Retrait_NG	0,980	1,050	1,765	1,916	2,693	0,985	0,973	1,247**
RECUR_Retrait_NG	0,636	0,823	1,379	0,756	0,815	0,253	1,227	1,616**
NONRECUR_Retrait_NG	0,551	0,495	0,811	1,361	2,009	0,798	0,086	1,112*
(iii) Présentation								
DEFINITION	0,776	0,773	0,775	0,776	0,901	1,112	1,120	-2,415***
RECONCIL	1,826	1,865	1,898	1,955	2,123	2,430	2,630	-2,515***
NG_LOC_ABS	3,694	3,649	3,721	3,674	3,697	3,720	3,837	-0,472
NG_LOC_REL	0,597	0,623	0,607	0,626	0,604	0,593	0,581	0,199
NG_OCC_ABS	13,222	14,337	14,848	16,341	16,258	18,035	18,847	-0,864
NG_OCC_REL	5,166	4,688	4,670	5,530	5,232	6,441	6,732	-0,003

Note : NG_RN = RNGAAP dérivés du résultat net comptable ; NG_EBITDA = RNGAAP dérivés de l'excédent brut d'exploitation et / ou EBITDA ; NG_RO = RNGAAP dérivés du résultat opérationnel / exploitation / EBIT ; Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements récurrents ; NONRECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements non-récurrents. DEFINITION = 0 si absence de définition des RNGAAP, 1 si définition implicite et / ou en note de bas de page, et 2 si définition explicite et séparée des RNGAAP ; RECONCIL = 1 si absence d'information relatives aux retraitements, 2 si informations relatives aux types de retraitements uniquement, 3 si informations relatives aux types et à l'ampleur des retraitements et 4 si présence d'une réconciliation numérique complète des RNGAAP. Pour les variables relatives à la prééminence, voir chapitre 3 section 2.

2.1.2. Comparaison des entreprises ayant arrêté de divulguer avec celles ayant continué (ou commencé) à divulguer après l'intervention de l'ESMA / AMF

Bien que l'intervention de l'ESMA / AMF semble n'avoir eu qu'un impact modéré sur la communication de RNGAAP, il est possible que celle-ci ait tout de même permis de contraindre les entreprises utilisant les stratégies les plus « agressives ». Suivant la même logique, l'intervention du régulateur européen peut également avoir accru la crédibilité des RNGAAP aux yeux des investisseurs, encourageant par ce biais certaines entreprises à commencer à communiquer ces indicateurs. Par conséquent, le tableau 25 compare les stratégies adoptées par les entreprises ayant arrêté de communiquer (groupe A) avec les stratégies : (i) des entreprises ayant continué à communiquer des RNGAAP (groupe B) et (ii) des entreprises ayant commencé à divulguer des RNGAAP après 2015 (groupe C).

Pour commencer, nous constatons que les entreprises ayant continué à communiquer des RNGAAP présentent des retraitements non-GAAP de 1,062€ par action. Ce montant est statistiquement moins élevé que celui des entreprises ayant arrêté de divulguer ces indicateurs après 2015 (1,747€ par action). Dans une certaine mesure, il semble donc que la régulation ait permis « d'éliminer » les entreprises utilisant les retraitements non-GAAP dans la plus grande ampleur. Toutefois, il convient d'interpréter ce résultat avec prudence. En effet, il apparaît que l'ampleur des retraitements récurrents utilisés est statistiquement la même entre les groupes A et B. A ce stade, il semble donc difficile d'attester d'une diminution de l'opportunisme liée à la régulation, la différence observée pour la variable `Retrait_NG` pouvant être la conséquence d'une diminution de l'ampleur d'éléments transitoires.

Les résultats relatifs à la présentation des RNGAAP sont beaucoup plus nets. Tout d'abord, l'intervention de l'ESMA / AMF semble avoir découragé les entreprises les moins transparentes à communiquer ces indicateurs : les variables `DEFINITION` et `RECONCIL` présentent des scores respectifs de 0,642 et 1,988 pour les entreprises du groupe A (contre 1,122 et 2,345 pour les entreprises du groupe B). De la même façon, la mise en place de la régulation semble avoir éliminé les entreprises accordant une forte prééminence aux RNGAAP au sein des communiqués de presse.

Tableau 25. Comparaison des entreprises ayant arrêté de divulguer avec celles ayant continué (ou commencé) à divulguer après 2015

Variables	(Groupe A) Entreprises ayant arrêté de divulguer des RNGAAP (n = 30)		(Groupe B) Entreprises ayant continué à divulguer des RNGAAP (n = 519)		(Groupe C) Entreprises ayant commencé à divulguer des RNGAAP (n = 20)		Comparaisons de moyenne (t de Student)	
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	(A) - (B)	(A) - (C)
Retrait_NG	1,747	2,690	1,062	1,860	0,857	0,509	1,615*	1,259
RECUR_Retrait_NG	1,026	1,688	0,803	1,328	0,776	0,462	0,463	0,528
NONRECUR_Retrait_NG	0,554	1,303	0,490	1,083	0,132	0,267	0,232	1,229
DEFINITION	0,642	0,876	1,122	0,846	1,524	0,444	-2,331**	-3,100***
RECONCIL	1,988	1,024	2,345	1,002	2,603	0,896	-2,476**	-3,019***
NG_LOC_ABS	3,640	0,486	3,718	0,636	3,550	0,887	-0,610	0,432
NG_LOC_REL	1,120	2,640	0,580	0,979	0,250	1,069	2,640***	2,333**
NG_OCC_ABS	9,960	7,132	16,364	12,516	13,062	8,850	-2,538**	-1,236
NG_OCC_REL	5,640	6,719	5,520	11,150	-1,200	7,280	0,053	3,269***

Note : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements récurrents ; NONRECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements non-récurrents ; DEFINITION = 0 si absence de définition des RNGAAP, 1 si définition implicite et / ou en note de bas de page, et 2 si définition explicite et séparée des RNGAAP ; RECONCIL = 1 si absence d'information relatives aux retraitements, 2 si informations relatives aux types de retraitements uniquement, 3 si informations relatives aux types et à l'ampleur des retraitements et 4 si présence d'une réconciliation numérique complète des RNGAAP. Pour les variables relatives à la prééminence des RNGAAP, voir chapitre 3 section 2.

S'agissant de la localisation de ceux-ci, on peut constater que la variable NG_LOC_REL présente un score de 1,120 pour les entreprises du groupe A contre 0,580 pour les entreprises du groupe B. Les entreprises du premier groupe accordent donc presque deux fois plus de prééminence aux RNGAAP par rapport à celles du second groupe ($t = 2,640$; $p\text{-value} < 0,01$). A contrario, aucune différence n'est constatée en ce qui concerne la fréquence relative d'apparition des RNGAAP (par rapport au résultat GAAP) entre ces deux groupes.

Parallèlement, les entreprises ayant commencé à divulguer des RNGAAP après 2015 semblent avoir particulièrement bien intégré les recommandations de l'ESMA / AMF. Pour les entreprises du groupe C, les variables DEFINITION et RECONCIL sont respectivement de 1,524 et de 2,603. Le tableau 25 révèle que ces moyennes sont statistiquement plus élevées que pour les entreprises du groupe A. De plus, les entreprises du groupe C sont celles qui mettent les RNGAAP le moins en avant. La variable NG_LOC_REL présente un score de 0,250 pour les entreprises du groupe C, soit quatre fois moins que pour celles du groupe A ($t = 2,333$; $p\text{-value} < 0,05$). Finalement, la variable NG_OCC_REL présente un score de -1,200 pour les entreprises du groupe C contre 5,640 pour celles du groupe A ($t = 3,269$; $p\text{-value} < 0,01$). Ce score négatif révèle que ces entreprises citent les RNGAAP relativement moins fréquemment que le résultat GAAP au sein des communiqués de presse. Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que la régulation a permis d'accroître la crédibilité des RNGAAP, incitant les « bonnes » entreprises à divulguer de l'information supplémentaire aux investisseurs. Dans le même temps, l'absence de pratiques de communication antérieures pour ces entreprises est susceptible de leur avoir facilité l'adoption des orientations du régulateur européen. A contrario, les entreprises communiquant ces indicateurs depuis longtemps se trouvent confrontées à une certaine inertie, rendant plus difficile la mise en conformité à ces recommandations.

2.2. Analyse complémentaire : rôle des dispositifs de gouvernance

Les conséquences de l'intervention de l'ESMA / AMF sont susceptibles de dépendre des dispositifs de gouvernance existants au sein de l'entreprise. Pour rappel, la littérature documente le rôle joué par le conseil d'administration et / ou l'actionnariat institutionnel sur la divulgation volontaire d'information (Eng et Mak, 2003 ; Ajinkya et al., 2005 ; Lakhal, 2005 ; García-Meca et Sánchez-Ballesta, 2010). Par exemple, Jennings et Marques (2011) ont étudié les effets conjoints de la mise en place de la Reg. G. et de la gouvernance d'entreprise sur la divulgation de RNGAAP. Leurs résultats révèlent que l'intervention de la SEC s'est traduite

par une amélioration de la qualité des retraitements non-GAAP par les dirigeants d'entreprises à faible gouvernance, suggérant un effet de substitution entre ces deux mécanismes de contrôle.

Afin de prendre en compte le rôle potentiel joué par ces dispositifs dans l'application des orientations de l'ESMA / AMF, nous comparons les stratégies de divulgation de RNGAAP avant et après 2015 pour deux sous-échantillons : les entreprises à forte gouvernance (GOUVERN_HIGH) et les entreprises à faible gouvernance (GOUVERN_LOW). Conformément à Jennings et Marques (2011), deux caractéristiques de gouvernance sont retenues : la proportion d'administrateurs indépendants au conseil d'administration et la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels. Les entreprises-années composant le groupe GOUVERN_HIGH (GOUVERN_LOW) sont celles pour lesquelles la part d'administrateurs indépendants au conseil d'administration (CA_INDEP) et la part de capital détenue par les investisseurs institutionnel (%INSTIT) sont supérieure (inférieure) à la médiane de ces deux variables. Les résultats sont présentés en tableau 26.

Comme le montre le Panel A, la diminution de l'ampleur des retraitements non-GAAP observée précédemment (cf. tableau 24) s'avère principalement être le fait des entreprises du groupe GOUVERN_HIGH. Pour celles-ci, la variable Retrait_NG est de 1,571€ par action avant 2015 et de 0,567€ par action après 2015 ($t = 1,894$; $p\text{-value} < 0,05$). L'ampleur des retraitements récurrents est également statistiquement moins importante à la suite de l'intervention du régulateur européen, comme l'atteste la variable RECUR_Retrait_NG qui passe de 1,133€ par action à 0,446€ par action ($t = 1,583$; $p\text{-value} < 0,10$). En revanche, aucune différence significative n'est constatée en ce qui concerne l'ampleur des retraitements non-récurrents (variable NONRECUR_Retrait_NG). Les résultats révèlent toutefois une absence d'effet de la régulation sur la transparence de divulgation pour ce sous-échantillon. La variable DEFINITION passe d'un score de 0,780 à un score de 0,840 tandis que la variable RECONCIL passe d'un score de 2,100 à 2,312, aucune de ces différences n'étant statistiquement significative.

Enfin, nous constatons que les entreprises caractérisées par une forte gouvernance accordent presque deux fois plus de prééminence aux RNGAAP à la suite de l'intervention de l'ESMA / AMF. Ainsi, la variable NG_LOC_REL passe d'un score de 0,409 à un score de 0,762 ($t = -2,182$; $p\text{-value} < 0,05$). Après 2015, ces entreprises ont tendance à présenter les RNGAAP relativement plus tôt au sein des communiqués de presse (par rapport au résultat GAAP).

Tableau 26. Prise en compte des dispositifs de gouvernance

Panel A. GOUVER_HIGH (n = 128)					
	PRE-INTERVENTION (n = 68)		POST-INTERVENTION (n = 60)		Comparaisons de moyenne
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	t de Student
Retrait_NG	1,571	3,752	0,567	2,114	1,894**
RECUR_Retrait_NG	1,133	1,681	0,446	2,247	1,583*
NONRECUR_Retrait_NG	0,669	3,629	0,249	0,883	0,871
DEFINITION	0,780	0,475	0,840	0,439	-0,962
RECONCIL	2,100	0,922	2,312	0,908	-1,186
NG_LOC_REL	0,409	0,858	0,762	0,953	-2,182**
NG_OCC_REL	5,554	10,926	5,992	11,197	-0,789
Panel B. GOUVERN_LOW (n = 220)					
	PRE-INTERVENTION (n = 176)		POST-INTERVENTION (n = 44)		Comparaisons de moyenne
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	t de Student
Retrait_NG	1,654	2,113	1,487	1,880	0,419
RECUR_Retrait_NG	1,174	2,195	1,486	3,375	-0,855
NONRECUR_Retrait_NG	0,680	1,370	0,522	1,204	0,608
DEFINITION	0,391	0,594	0,659	0,578	-3,242***
RECONCIL	1,704	0,923	2,227	1,958	-3,517***
NG_LOC_REL	0,652	1,004	0,505	1,086	1,404
NG_OCC_REL	5,275	9,350	5,305	10,269	-0,118

Note : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements récurrents ; NONRECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements non-récurrents ; DEFINITION = 0 si absence de définition des RNGAAP, 1 si définition implicite et / ou en note de bas de page, et 2 si définition explicite et séparée des RNGAAP ; RECONCIL = 1 si absence d'information relatives aux retraitements, 2 si informations relatives aux types de retraitements uniquement, 3 si informations relatives aux types et à l'ampleur des retraitements et 4 si présence d'une réconciliation numérique complète des RNGAAP. Pour NG_LOC_REL et NG_OCC_REL, voir chapitre 3 section 2.

Ce résultat est à contre-courant du principe de « même proéminence » prescrit par le régulateur européen et suggère que la mise en place des orientations de l'ESMA / AMF a incité les dirigeants de ces entreprises à davantage mettre en exergue les RNGAAP.

Le Panel B présente quant à lui les comparaisons de moyenne pour les entreprises dont la gouvernance est faible (groupe GOUVERN_LOW). Contrairement au premier groupe, l'intervention de l'ESMA ne semble pas avoir impacté l'utilisation des retraitements non-GAAP. L'ampleur totale de ces retraitements est statistiquement la même entre les deux périodes. Le même résultat est constaté concernant l'ampleur des retraitements récurrents et non-récurrents. En revanche, les entreprises constituant ce groupe présentent des scores de transparence plus importants après l'intervention des autorités de régulation. Ainsi, la variable DEFINITION passe ainsi de 0,391 à 0,659 (t = -3,242 ; p-value < 0,01) tandis que la variable RECONCIL passe de 1,704 à 2,227 (t = -3,517 ; p-value < 0,01). En d'autres termes, il semble que la mise en place de la régulation ait contraint les entreprises à faible gouvernance à rattraper

leur retard en matière de transparence. Finalement, aucun impact n'est observé en ce qui concerne la prééminence accordée aux RNGAAP, comme l'attestent les variables NG_LOC_REL et NG_OCC_REL.

En définitive, l'analyse du rôle des dispositifs de gouvernance dans l'application des orientations de l'ESMA / AMF s'avère pertinente car elle enrichit notre lecture des résultats précédents et nous permet de tirer plusieurs enseignements. D'un côté, la régulation a permis de se substituer aux mécanismes de contrôle existants au sein de l'entreprise, en incitant les dirigeants à divulguer les RNGAAP de façon plus transparente. En ce sens, l'intervention du régulateur européen a permis aux entreprises à faible gouvernance de rattraper le « retard » relatif à cet aspect de la divulgation. Dans le même temps, la régulation ne s'est pas traduite pour ces entreprises par une réduction de la discrétion exercée par les dirigeants dans l'utilisation des retraitements non-GAAP. Ainsi, la diminution de l'ampleur de ceux-ci, en particulier les plus récurrents, ne concerne que les entreprises à forte gouvernance. Cela n'est pas surprenant dans la mesure où les orientations de l'ESMA / AMF restent floues sur cet aspect de la divulgation.

Conclusion de la section 1

L'objectif de cette section était de faire un état des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées en France et de mettre en évidence leur évolution au cours de la période d'étude.

Nos résultats révèlent tout d'abord que les RNGAAP sont très fréquemment communiqués en France et selon une politique régulière d'une période à l'autre. Les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel / EBIT sont les indicateurs plus fréquemment divulgués, le « *résultat opérationnel courant* » représentant à lui seul un quart de la totalité des RNGAAP de notre échantillon. Toutefois, les dirigeants excluent du calcul des RNGAAP une ampleur et une diversité d'éléments importants, une grande partie de ces derniers représentant des éléments récurrents et / ou utilisés régulièrement d'une période à l'autre. De plus, les entreprises sont loin d'être totalement transparentes lorsqu'elles divulguent des RNGAAP, beaucoup d'entre elles n'expliquant pas dans le détail les retraitements utilisés pour le calcul de ces indicateurs. Enfin, les RNGAAP sont présentés au sein des communiqués de presse avec davantage de prééminence que le résultat GAAP : ces indicateurs sont présentés plus tôt et commentés plus fréquemment que les résultats issus de l'information règlementée.

Par ailleurs, l'évolution des stratégies de divulgation reflète en partie les conséquences de l'intervention de l'ESMA / AMF en 2015. Celle-ci s'est traduite par une diminution de l'ampleur des retraitements (notamment les plus récurrents) et d'une amélioration de la transparence de communication. En outre, l'intervention de l'ESMA / AMF semble avoir découragé les entreprises adoptant les stratégies les plus « agressives » (i.e. ampleur importante de retraitements non-GAAP, faible transparence, forte prééminence). En revanche, la prééminence accordée aux RNGAAP n'a pas changé, les dirigeants accordant une place toujours plus importante à ces indicateurs par rapport au résultat GAAP à l'issue de la régulation. Finalement, les conséquences des orientations de l'ESMA / AMF sur les stratégies de divulgation de RNGAAP semblent contingentes des dispositifs de gouvernance existants au sein de l'entreprise (Jennings et Marques, 2011). Notamment, l'intervention du régulateur européen a permis aux entreprises à faible gouvernance de rattraper leur « retard » en matière de transparence de communication. En d'autres termes, la régulation semble s'être substituée à la gouvernance (faible ou défaillante) pour discipliner les dirigeants.

Section 2. Place de la proéminence dans les stratégies de divulgation de RNGAAP

Malgré l'importance de la littérature portant sur la divulgation de RNGAAP, la proéminence accordée à ces indicateurs au sein de la communication financière des entreprises a fait l'objet d'une attention plus limitée. Afin de mieux appréhender le rôle et l'importance de cette pratique dans les stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants, nous présenterons tour à tour le lien entre la proéminence accordée aux RNGAAP et : le choix d'indicateurs (1.), les choix de calcul (2.) et la transparence de communication de RNGAAP (3.).

1. Proéminence accordée aux RNGAAP et choix d'indicateurs

Le tableau 27 présente les scores des variables mesurant la proéminence (localisation et nombre d'occurrences) accordée aux RNGAAP selon les types d'indicateurs communiqués par les dirigeants.

Tout d'abord, on peut constater que les RNGAAP sont présentés plus tôt que le résultat GAAP au sein des communiqués de presse quel que soit le type d'indicateur considéré. En effet, la variable NG_LOC_REL présente un score positif pour chacune des catégories considérées dans cette thèse. Toutefois, les RNGAAP dérivés du résultat net semblent particulièrement mis en avant par les dirigeants. Pour ces indicateurs, la variable NG_LOC_REL présente un score de 0,845 (contre 0,714 pour les RNGAAP dérivés de l'EBITDA). Inversement, les RNGAAP issus du résultat opérationnel sont présentés relativement moins tôt au sein des communiqués de presse, comme l'atteste le score de 0,532.

Tableau 27. Proéminence accordée aux RNGAAP par type d'indicateur

	NG_RN (n = 331)		NG_EBITDA (n = 94)		NG_RO (n = 453)	
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type
(i) Localisation						
GAAP_LOC_ABS	2,919	0,900	2,912	0,838	3,200	0,741
NG_LOC_ABS	3,765	0,599	3,626	0,693	3,733	0,620
NG_LOC_REL	0,845	1,014	0,714	1,003	0,532	0,896
(ii) Nombre d'occurrences						
GAAP_OCC_ABS	11,591	12,043	13,516	11,266	10,470	11,082
NG_OCC_ABS	17,528	12,899	23,109	17,562	16,232	12,003
NG_OCC_REL	6,172	11,943	9,593	13,669	5,731	10,194

L'importance accordée aux RNGAAP dérivés du résultat net est susceptible de refléter la place primordiale occupée par le résultat net comptable (« *bottom line* ») au sein du système d'information comptable. En effet, celui-ci constitue un indicateur clé, *via* lequel les investisseurs établissent leurs évaluations et prédictions futures (Nichols et Wahlen, 2004 ; Dichev et al., 2013). Le résultat net intéresse également les services d'analystes financiers (ex : IBES, FactSet), lesquels communiquent leurs propres résultats « retraités » (i.e. *street earnings*) sur la base de cet indicateur (Bentley et al., 2018). Dans ce cadre, la mise en avant des RNGAAP dérivés du résultat net apparaît comme un moyen de répondre aux attentes et préférences des principaux utilisateurs de l'information comptable, en leur facilitant l'acquisition de l'information communiquée. Au contraire, la plus grande sobriété associée à la divulgation de RNGAAP dérivés du résultat opérationnel peut être liée à la plus grande familiarité des utilisateurs de l'information avec ce type d'indicateur en France (notamment liée à l'utilisation de soldes intermédiaires de gestion), rendant moins nécessaire leur mise en exergue au sein des communiqués de presse.

S'agissant du nombre d'occurrences des indicateurs au sein des communiqués de presse, les RNGAAP dérivés de l'EBITDA semblent être les plus mis en exergue par les dirigeants. En moyenne, ces indicateurs sont cités à 23 reprises au sein des communiqués de presse (NG_OCC_ABS). En comparaison, les RNGAAP dérivés du résultat net apparaissent 17 fois tandis que les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel sont cités 16 fois. En termes de prééminence relative, cette tendance est encore plus marquée : la variable NG_OCC_REL présente une moyenne de 9,593, contre 5,731 pour les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel (et 6,172 pour les RNGAAP dérivés du résultat net).

2. Proéminence accordée aux RNGAAP et choix de calcul

Le tableau 28 compare l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants selon le degré de proéminence des RNGAAP au sein des communiqués de presse. Les groupes « proéminence forte » (« proéminence faible ») sont composés des entreprises-années pour lesquelles les variables NG_LOC_REL (localisation) ou NG_OCC_REL (nombre d'occurrences) présentent un score supérieur (inférieur) à zéro.

Tableau 28. Ampleur des retraitements non-GAAP selon le degré de prééminence

(i) Localisation	Proéminence faible NG_LOC_REL ≤ 0 (n = 281)		Proéminence forte NG_LOC_REL > 0 (n = 288)		Comparaisons de moyenne
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	
Retrait_NG	1,230	1,884	0,954	1,945	1,470
RECUR_Retrait_NG	1,069	1,294	0,539	1,330	3,468***
NONRECUR_Retrait_NG	0,389	1,120	0,591	1,055	-1,875*
(ii) Nombre d'occurrences	Proéminence faible NG_OCC_REL ≤ 0 (n = 283)		Proéminence forte NG_OCC_REL > 0 (n = 286)		Comparaisons de moyenne
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	
Retrait_NG	1,147	2,015	1,032	1,785	0,609
RECUR_Retrait_NG	0,921	1,443	0,699	1,216	1,427
NONRECUR_Retrait_NG	0,503	1,125	0,482	1,059	0,188

Note : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements récurrents ; NONRECUR_Retrait_NG = Ampleur des retraitements non-récurrents

En moyenne, l'ampleur totale des éléments exclus par les dirigeants semble être statistiquement la même quel que soit le degré de prééminence accordée aux RNGAAP. S'agissant de la localisation de ces derniers, la variable Retrait_NG présente une moyenne de 1,230€ par action pour le groupe « proéminence faible » et de 0,954€ par action pour le groupe « proéminence forte ». Un test t de *Student* révèle que ces deux moyennes ne sont pas statistiquement différentes l'une de l'autre. Des résultats similaires sont constatés dans le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse.

En revanche, nos résultats révèlent que l'ampleur des retraitements récurrents est significativement moins importante lorsque les RNGAAP sont présentés plus tôt que les résultats issus de l'information règlementée dans les communiqués de presse (NG_LOC_REL). En effet, la variable RECUR_Retrait_NG présente une moyenne de 1,069€ par action pour le groupe « proéminence faible » contre 0,539€ par action pour le groupe « proéminence forte » (t = 3,468 ; p-value < 0,01). Parallèlement, les RNGAAP présentés relativement plus tôt excluent une part plus importante de retraitements non-récurrents, comme l'atteste la variable NONRECUR_Retrait_NG (t = -1,875 ; p-value < 0,10). Ainsi, il semble que les dirigeants accordant davantage de prééminence aux RNGAAP utilisent des retraitements de meilleure qualité (i.e. plus transitoires). En ce qui concerne le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (NG_OCC_REL), les retraitements (récurrents et non-récurrents) ne présentent pas de montants statistiquement différents selon les deux groupes.

3. Proéminence accordée aux RNGAAP et transparence de communication

Enfin, le tableau 29 compare le niveau de transparence des RNGAAP en fonction de l'importance accordée à ces indicateurs au sein des communiqués de presse.

Dans l'ensemble, nos résultats suggèrent une forte interdépendance entre ces deux facettes de la présentation des RNGAAP. Ainsi, le niveau de transparence apparaît plus élevé lorsque les RNGAAP sont cités relativement plus tôt que le résultat GAAP (NG_LOC_REL). Les variables DEFINITION et RECONCIL présentent des scores respectifs de 0,960 et 1,998 pour le groupe « proéminence faible » contre 1,234 et 2,335 pour le groupe « proéminence forte ». Ces comparaisons de moyenne sont significatives au seuil de 1 %.

De la même façon, les RNGAAP cités relativement plus fréquemment que le résultat GAAP (NG_OCC_REL) présentent un niveau de transparence plus important. Par exemple, la variable RECONCIL présente un score de 1,986 pour le groupe « proéminence faible » contre un score de 2,404 pour le groupe « proéminence forte » ($t = -4,625$; $p\text{-value} < 0,01$). Des résultats similaires sont constatés pour la variable DEFINITION.

Tableau 29. Transparence des RNGAAP selon le degré de proéminence

(i) Localisation	Proéminence faible NG_LOC_REL ≤ 0 (n = 281)		Proéminence forte NG_LOC_REL > 0 (n = 288)		Comparaisons de moyenne
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	
Variables					t de Student
DEFINITION	0,960	0,895	1,234	1,166	-3,109***
RECONCIL	1,998	1,104	2,335	2,003	-4,233***
(ii) Nombre d'occurrences	Proéminence faible NG_OCC_REL ≤ 0 (n = 283)		Proéminence forte NG_OCC_REL > 0 (n = 286)		Comparaisons de moyenne
	Moyenne	Ecart-Type	Moyenne	Ecart-Type	
Variables					t de Student
DEFINITION	0,898	0,799	0,960	0,966	-2,169**
RECONCIL	1,986	0,988	2,404	1,986	-4,625***

Note : DEFINITION = 0 si absence de définition des RNGAAP, 1 si définition implicite et / ou en note de bas de page, et 2 si définition explicite et séparée des RNGAAP ; RECONCIL = 1 si absence d'information relatives aux retraitements, 2 si informations relatives aux types de retraitements uniquement, 3 si informations relatives aux types et à l'ampleur des retraitements et 4 si présence d'une réconciliation numérique complète des RNGAAP

Conclusion de la section 2

L'objectif de cette deuxième section était de mettre en évidence l'articulation de la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants avec les autres dimensions de la divulgation de RNGAAP.

Le degré et les modalités de la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants semblent dépendre du type d'indicateur communiqué. Ainsi, les RNGAAP dérivés du résultat net sont présentés relativement plus tôt au sein des communiqués de presse tandis que les RNGAAP dérivés de l'EBITDA sont cités plus fréquemment par les dirigeants. A contrario, les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel sont présentés avec plus de sobriété, reflétant la plus grande familiarité des dirigeants / investisseurs avec ces indicateurs.

Les RNGAAP présentés avec davantage de prééminence font l'objet de retraitements non-GAAP de meilleure « qualité ». Plus spécifiquement, l'ampleur des retraitements récurrents (non-récurrents) est significativement moins (plus) importante lorsque ces indicateurs sont présentés plus tôt que le résultat GAAP au sein des communiqués de presse. Ce résultat suggère qu'une telle pratique reflète la nécessité de mettre en exergue les charges et / ou produits les plus transitoires (i.e. moins pertinents) de façon à faciliter la prise de décision des investisseurs.

Les RNGAAP présentés avec davantage de prééminence au sein des communiqués de presse sont également les plus transparents. Les dirigeants semblent ainsi plus enclins à définir les RNGAAP communiqués et à expliquer dans le détail les retraitements non-GAAP utilisés lorsque ces indicateurs sont cités relativement plus tôt et relativement plus fréquemment que les résultats normalisés. Ce résultat est cohérent avec l'idée selon laquelle la prééminence accordée aux RNGAAP permettrait de renforcer la visibilité et la compréhensibilité de ces indicateurs pour les investisseurs.

Section 3. Synthèse et discussion des résultats

L'objectif de cette section est de discuter les résultats de la première question de recherche de cette thèse. Pour commencer, nous examinerons les résultats relatifs à l'état des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français (1.). Dans un second temps, la discussion portera sur l'évolution des stratégies de divulgation et l'impact des orientations de l'ESMA / AMF sur ces stratégies (2.).

1. La divulgation de RNGAAP en France : une pratique aux multiples facettes

La divulgation de RNGAAP s'inscrit dans une politique routinière reflétant les spécificités propres au contexte français (1.1.). Dans le même temps, les dirigeants disposent d'une latitude considérable dans les choix liés au calcul de ces indicateurs (1.2.). Enfin, la présentation des RNGAAP laisse entrevoir à la fois l'opacité de calcul de ces indicateurs et leur mise en avant au sein des communiqués de presse pour les rendre plus visibles (1.3.). La figure 16 présente une synthèse des résultats obtenus.

1.1. Une pratique routinière reflétant les spécificités propres au contexte français

Conformément à la tendance observée en Europe et ailleurs dans le monde (Clinch et al., 2019), la divulgation de RNGAAP est un phénomène très présent en France, puisque près de trois entreprises sur quatre sont concernées par la communication de ces indicateurs. Cette pratique a ainsi fortement augmenté depuis le début du siècle. A titre de comparaison, Aubert (2010) n'avait identifié que 116 communiqués de presse incluant ce type d'indicateur sur la période 1996-2006. Jeanjean et al. (2018) ont quant à eux observé un taux moyen de divulgation de seulement 16 % entre 2007 et 2015. Toutefois, leur étude se base sur un échantillon composé d'une plus grande diversité d'entreprises (indice CAC « *all tradable* »). Nos résultats montrent ainsi que les entreprises de grande taille (indice SBF 120) sont aujourd'hui bien plus enclines à divulguer de tels indicateurs.

La divulgation de RNGAAP s'inscrit également au sein d'une politique de communication mise en œuvre sur le long terme par les dirigeants. À ce propos, nos résultats vont à l'encontre de l'une des critiques généralement adressée aux RNGAAP : l'idée selon laquelle la divulgation de ces indicateurs serait inconsistante dans le temps (Bhattacharya et al., 2004 ; Curtis et al., 2014 ; Malone et al., 2016). Au contraire, nous constatons une très grande régularité dans les choix adoptés. Ainsi, plus de 72 % des entreprises de notre échantillon communiquent ces indicateurs au cours des 7 années de la période d'étude. Par ailleurs, respectivement 95 % des RNGAAP dérivés du résultat opérationnel et 90 % de ceux dérivés de l'EBITDA sont communiqués successivement d'une période à l'autre. Cette régularité dans les choix adoptés par les dirigeants fait écho au principe de permanence des méthodes et suggère que la décision de divulguer de tels indicateurs engage ces derniers à signaler des informations similaires au cours des périodes futures. A contrario, la communication de RNGAAP dérivés du résultat net apparaît relativement plus flexible, puisque « seulement » 84 % de ces indicateurs sont communiqués régulièrement d'une année sur l'autre.

Plus généralement, les stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées par les dirigeants reflètent certaines spécificités propres au contexte français. Contrairement aux pays anglo-saxons (ex : Royaume-Uni, États-Unis, Australie), les RNGAAP dérivés du résultat net ne sont pas les indicateurs les plus privilégiés en France (Marques, 2006 ; Malone et al., 2016 ; Clinch et al., 2019). La plupart des RNGAAP communiqués représentent des versions ajustées du résultat opérationnel. Plus important, plus d'un quart de la totalité des indicateurs sont divulgués sous la dénomination de « *résultat opérationnel courant* ». Cet indicateur a fait l'objet de directives spécifiques de la part de l'ANC (ANC, 2014). Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent une certaine continuité de pratiques ancrées dans la culture comptable, et plus spécifiquement l'utilisation de soldes intermédiaires de gestion, propres aux comptes sociaux en France (Kvaal et Nobes, 2012 ; Jeanjean et al., 2018). De plus, ces résultats soulignent également l'influence du normalisateur français sur le choix des indicateurs divulgués par les entreprises, à travers notamment l'adoption du résultat opérationnel courant.

1.2. Une pratique faisant l'objet d'une importante latitude de la part des dirigeants

Bien que la communication de RNGAAP constitue une pratique globale et routinière, les choix de calcul adoptés par les dirigeants reflètent la grande latitude exercée par ces derniers. Pour commencer, l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés pour le calcul des RNGAAP est considérable, puisque ces derniers représentent 45 % du montant du résultat GAAP.

Conformément à la tendance observée aux États-Unis par Black et al. (2018), le calcul des RNGAAP se traduit donc en France par l'utilisation d'un montant bien plus important de retraitements qu'auparavant (Aubert, 2010). Néanmoins, nos résultats soulignent encore ici les spécificités propres à l'utilisation du « *résultat opérationnel courant* ». Ainsi, les entreprises divulguant ces indicateurs utilisent jusqu'à deux fois moins de retraitements que celles communiquant d'autres types de RNGAAP dérivés du résultat opérationnel. Ce résultat peut être interprété comme le signe que les recommandations de l'ANC permettent de réduire la latitude des dirigeants dans le choix des retraitements utilisés lorsque ces derniers décident de divulguer cet indicateur. De plus, le contexte français se caractérise par une utilisation très importante de retraitements récurrents : les charges d'amortissement / dépréciation et les charges liées à la rémunération des dirigeants en actions (« stock-options ») sont parmi les retraitements dont l'ampleur est la plus importante. Dans la mesure où les retraitements non-GAAP sont supposés représenter des éléments transitoires et / ou peu pertinents pour l'évaluation de l'entreprise, l'utilisation de retraitements récurrents apparaît peu justifiée. Cela contraste avec ce qui est observé dans d'autres pays européens, notamment au Royaume-Uni, où l'exclusion de tels retraitements se révèle beaucoup moins fréquente et économiquement moins impactante (Choi et al., 2007).

Plus généralement, l'observation de la politique de calcul dans le temps nous amène à reconsidérer la nature de certains retraitements qualifiés par la littérature comme transitoires (Black et Christensen, 2009 ; Black et al., 2018). Par exemple, les charges de restructuration ou les dépenses liés aux acquisitions sont exclues très régulièrement d'une période à l'autre par les entreprises (celles-ci sont éliminées successivement en N et N-1 dans respectivement 82 % et 70 % des cas). L'exclusion régulière de certains retraitements renvoie directement aux récentes recommandations de l'ESMA, lesquelles indiquent que « *les éléments avérés sur des périodes antérieures et susceptibles de se produire sur des périodes futures ne seront que rarement considérés comme non récurrents, peu fréquents ou inhabituels (tels que les coûts de restructuration ou les dépréciations)* » (ESMA, 2015, §25). Le président de l'IASB a lui-même pointé du doigt la qualification incorrecte des charges de restructuration qui selon lui, font partie intégrante du fonctionnement normal de l'entreprise et devraient à ce titre être considérées comme des charges opérationnelles (Hoogervorst, 2016). Ainsi, selon l'ANC, seuls les coûts de restructuration « *qui seraient de nature à perturber la lisibilité du résultat opérationnel courant, par leur caractère inhabituel et leur importance* » devraient être exclus du calcul du résultat opérationnel courant.

Le flou qui entoure le traitement de ces types de retraitements rejoint le débat plus large portant sur la qualification des charges et produits du compte de résultat et sur le concept de non-récurrence. D'un côté, dans la mesure où la plupart des plans de restructuration exigent une mise en œuvre pluriannuelle, l'exclusion de charges de restructuration sur plusieurs périodes successives peut être justifiée si de telles dépenses sont peu pertinentes pour l'évaluation de la performance de l'entité. D'un autre côté, les coûts de restructuration constituent pour certaines entreprises des charges de nature opérationnelles, contenant des informations potentiellement utiles aux investisseurs. Au-delà de la dichotomie « récurrents » *versus* « non-récurrents », la prise en compte des spécificités liées au « business model » de l'entreprise apparaît donc essentielle pour apprécier la qualité des retraitements utilisés. En d'autres termes, la permanence dans le temps du calcul des RNGAAP ne se traduirait pas nécessairement par une information plus utile pour les investisseurs (Black et al., 2017).

1.3. La présentation des RNGAAP : entre opacité et visibilité

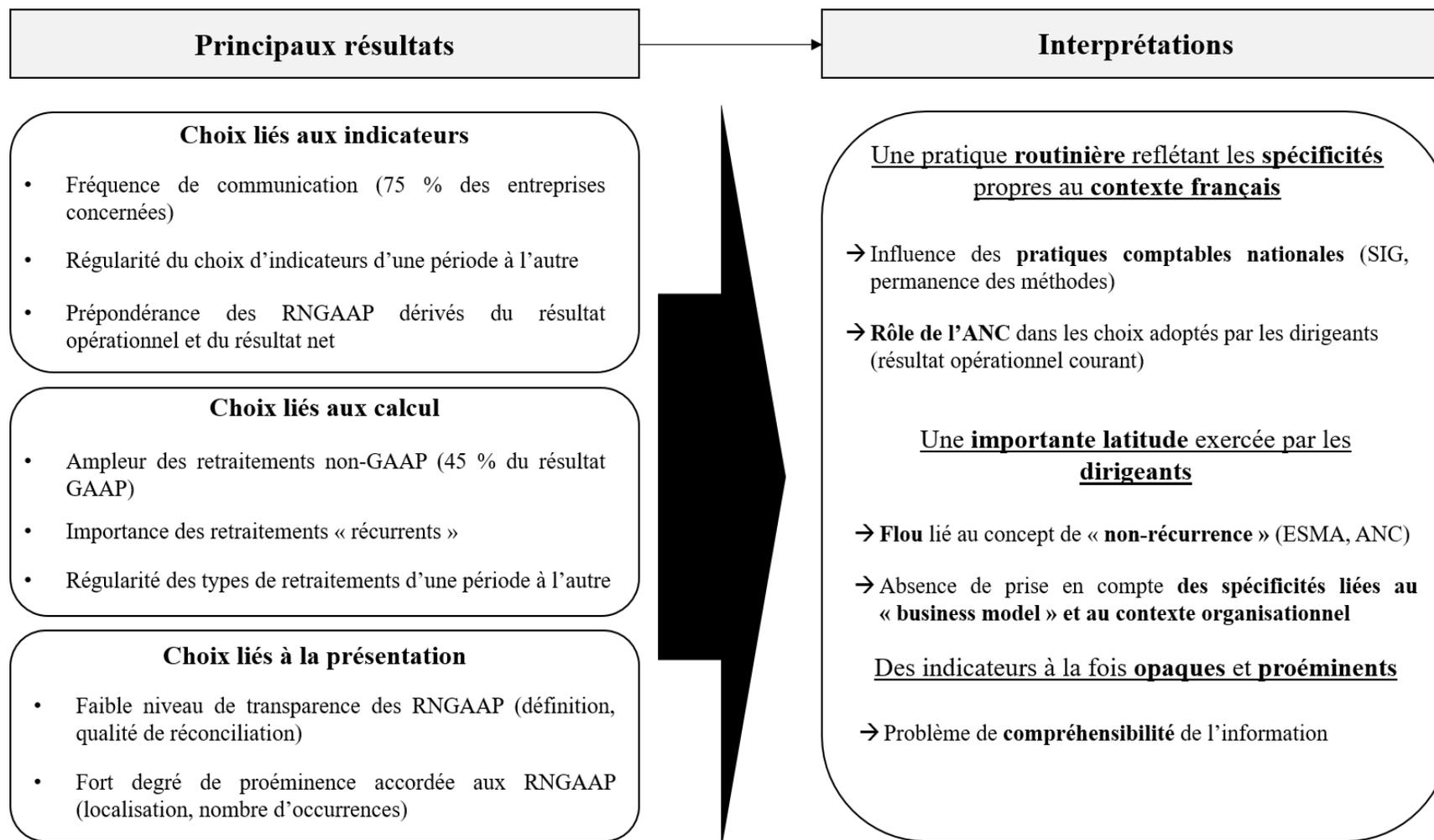
Enfin, nos résultats mettent en évidence une tension dans les choix de présentation adoptés par les dirigeants. D'un côté, la présentation des RNGAAP se révèle relativement opaque. En effet, les entreprises sont loin d'être totalement transparentes lorsqu'elles communiquent ces indicateurs. Seulement un quart des RNGAAP de notre échantillon sont précisément définis au sein des communiqués de presse tandis que la présence d'une réconciliation complète concerne moins de la moitié de ces indicateurs. Pour rappel, la réconciliation des RNGAAP est censée fournir un état détaillé des types et de l'ampleur des retraitements utilisés lors du calcul de ces indicateurs. Selon Elliot (2006), la présence d'une telle réconciliation permet de faciliter l'acquisition de l'information et de réduire les biais cognitifs des investisseurs. La qualité de réconciliation est donc particulièrement faible par rapport au contexte européen dans son ensemble, où 89 % des entreprises fournissent des informations relatives à la fois aux types et à l'ampleur des retraitements utilisés (Aubert et Grudnitski, 2014).

D'un autre côté, nous constatons que les dirigeants accordent davantage de proéminence aux RNGAAP par rapport à l'information règlementée au sein des communiqués de presse. Plus spécifiquement, les RNGAAP sont présentés avant le résultat GAAP dans plus de la moitié des cas. De plus, ces indicateurs sont également cités plus fréquemment que les résultats GAAP. La proéminence accordée aux RNGAAP est ainsi plus importante qu'aux États-Unis dans la période ayant succédé la mise en place de la Reg. G (Marques, 2010 ; Chen et al., 2020). Alors

que les RNGAAP dérivés du résultat net et de l'EBITDA font l'objet d'une prééminence très marquée de la part des dirigeants, ceux dérivés du résultat opérationnel sont communiqués avec relativement plus de sobriété. L'importance accordée aux RNGAAP dérivés du résultat net est susceptible de refléter la place primordiale occupée par le résultat net comptable (« *bottom line* ») au sein du système d'information comptable. En effet, celui-ci constitue un indicateur clé, *via* lequel les investisseurs établissent leurs évaluations et prédictions futures (Nichols et Wahlen, 2004 ; Dichev et al., 2013). Le résultat net intéresse également les services d'analystes financiers (ex : IBES, FactSet), lesquels communiquent leurs propres résultats « retraités » (i.e. *street earnings*) sur la base de cet indicateur (Bentley et al., 2018). Dans ce cadre, la mise en avant des RNGAAP dérivés du résultat net apparaît comme un moyen de répondre aux attentes et préférences des principaux utilisateurs de l'information comptable, en leur facilitant l'acquisition de l'information communiquée. Au contraire, la plus grande sobriété associée à la divulgation de RNGAAP dérivés du résultat opérationnel peut être liée à la plus grande familiarité des utilisateurs de l'information avec ce type d'indicateur en France (notamment liée à l'utilisation de soldes intermédiaires de gestion), rendant moins nécessaire leur mise en exergue au sein des communiqués de presse.

Enfin, les RNGAAP présentés avec davantage de prééminence font l'objet de retraitements de meilleure « qualité » (i.e. moins récurrents). Contrairement au constat établi par Cameron et al. (2012) dans le contexte Australien, cette pratique ne semble donc pas refléter la volonté de dépeindre une meilleure image (*via* l'exclusion d'une plus grande ampleur de retraitements non-GAAP). Au contraire, celle-ci semble répondre à la nécessité de mettre en avant les retraitements non-GAAP les plus transitoires (i.e. moins pertinents) de façon à faciliter la prise de décision des investisseurs. De la même façon, les dirigeants accordant davantage de prééminence aux RNGAAP semblent également plus enclins à définir ces indicateurs et à expliquer dans le détail les retraitements utilisés.

Figure 16. Etat des lieux des stratégies de divulgation en France : synthèse



2. Une pratique en évolution et marquée par l'intervention de l'ESMA / AMF

Les stratégies de divulgation de RNGAAP ont évolué au cours du temps. Bien que ces évolutions reflètent en partie les conséquences de la mise en place des orientations de l'ESMA / AMF en 2015 (2.1.), l'intervention du régulateur européen a eu des effets plus limités sur d'autres dimensions liées à cette pratique (2.2.). La figure 17 synthétise nos principaux résultats.

2.1. Evolution des stratégies de divulgation et impact de l'intervention de l'ESMA / AMF

Certaines dimensions de la communication de RNGAAP ont évolué au cours de la période d'étude (2011-2017). Ces changements sont en partie attribuables à la mise en place des « orientations relatives aux IAP » par l'ESMA / AMF en 2015. D'autres sont plutôt la conséquence d'une tendance plus générale, la régulation ayant davantage joué un rôle de catalyseur.

Pour commencer, nos résultats révèlent un impact de cette régulation sur les choix de calcul adoptés par les dirigeants. Alors que l'ampleur totale des retraitements non-GAAP n'a fait qu'augmenter jusqu'en 2015, celle-ci a diminué de moitié l'année suivant la mise en place des orientations de l'ESMA. Par ailleurs, cette diminution concerne principalement les retraitements récurrents, dont l'utilisation apparaît la moins justifiée *a priori*. À l'instar de la Reg. G aux États-Unis, nos résultats suggèrent donc que l'intervention du régulateur européen a permis de réduire le degré de latitude exercé par les dirigeants dans les choix effectués pour le calcul des RNGAAP (Marques, 2006 ; Heflin et Hsu, 2008 ; Black et al., 2017).

Cette tendance peut être l'une des conséquences du risque accru de sanction perçu par les dirigeants à la suite de l'intervention de l'ESMA / AMF. Aux États-Unis, Marques (2006) et Black et al. (2012) ont documenté un scepticisme plus important des investisseurs en cas d'utilisation de retraitements récurrents à la suite de la Reg. G. Bien que le calcul des RNGAAP ne tombe pas directement sous la coupe des recommandations de l'ESMA / AMF, l'intervention du régulateur a permis dans une certaine mesure de discipliner les dirigeants, en rendant plus coûteuse l'utilisation des retraitements non-GAAP.

Ces constatations doivent toutefois être nuancées. En premier lieu, il convient de rappeler que la rentabilité des entreprises de notre échantillon a significativement augmenté au cours de la période d'étude (cf. Chapitre 3, section 3). Ainsi, la diminution de l'ampleur des retraitements non-GAAP peut être une conséquence de la publication de résultats plus favorables, rendant

moins nécessaire l'exclusion de charges et / ou produits des RNGAAP. En outre, l'attention portée aux RNGAAP par différents acteurs suite à l'intervention de l'ESMA peut avoir conduit les dirigeants à accorder plus d'attention au résultat GAAP, incitant ces derniers à adopter des comportements de gestions des résultats (Healy et Wahlen, 1999 ; Black et al., 2017). En second lieu, le rebond observé dans l'ampleur des retraitements récurrents au cours de l'année 2017 suggère un effet de court terme de la régulation, conformément à ce qui a été observé aux États-Unis (ex: Black et al., 2017).

Les choix de présentation des RNGAAP au sein des communiqués de presse ont également fortement évolué au cours de la période d'étude. Notamment, l'intervention de l'ESMA / AMF a contribué à un accroissement de la transparence de divulgation des RNGAAP. Pour rappel, les « *orientations relatives aux IAP* » recommandent aux entreprises de correctement définir les RNGAAP communiqués (ESMA, 2015, §21) et d'expliquer dans le détail la nature et le montant des retraitements utilisés, *via* la présentation d'un tableau de réconciliation (ESMA, 2015, §26). Nos résultats montrent que les entreprises sont plus enclines à définir ces indicateurs et à expliquer les retraitements utilisés après 2015. Par exemple, la présence d'une réconciliation complète des RNGAAP passe de 34 % avant 2015 à 51 % après 2015. A titre de comparaison, Marques (2010) montre que la part d'entreprises fournissant une réconciliation complète des RNGAAP est passée de 27 % en 2001 à 74 % en 2003, année de la mise en place de la Reg. G. Ainsi, nos résultats montrent que la régulation en Europe a eu un effet plus modeste sur cet aspect de la communication, puisqu'une bonne moitié des entreprises ne se conforme toujours pas à l'obligation de réconciliation. Malgré tout, l'intervention de l'ESMA / AMF semble avoir eu une portée restrictive plus marquée que les recommandations émises par le CESR en 2005. En effet, Hitz (2010) n'avait constaté aucun impact de ces dernières sur la transparence des RNGAAP communiqués dans le contexte allemand.

En réalité, l'amélioration de la transparence reflète moins la seule conséquence de l'intervention du régulateur européen qu'une évolution plus générale tout au long de la période d'étude. Ainsi, il semble que la mise en conformité des entreprises à l'obligation de réconciliation des RNGAAP se soit faite petit à petit, l'intervention de l'ESMA ayant joué un rôle d'accélérateur. Cela n'est pas surprenant compte tenu des précédentes recommandations émises au niveau européen (CESR, 2005) et français (AMF, 2005 ; AMF, 2010) qui préconisaient déjà une plus grande transparence des RNGAAP communiqués.

2.2. Des effets plus limités et / ou contingents des dispositifs de gouvernance

Malgré ces évolutions significatives, nos résultats documentent des effets bien plus limités de la régulation sur d'autres dimensions de la divulgation de RNGAAP. Il convient de discuter plus amplement ces constatations afin d'en interpréter la signification.

Pour commencer, nous constatons que la mise en place des orientations de l'ESMA / AMF n'a pas eu d'impact significatif sur les choix de divulgation des dirigeants. Contrairement aux effets observés aux États-Unis, où la Reg. G s'est traduite par une diminution significative de la fréquence de communication de RNGAAP (ex: Nichols et al., 2005 ; Marques, 2006 ; Kolev et al., 2008), celle-ci a sensiblement augmenté au cours de la période d'étude, sans pour autant que cette évolution soit la conséquence directe de l'intervention du régulateur européen.

Ce résultat peut être interprété de plusieurs manières. Tout d'abord, le paysage financier a fortement évolué depuis le début des années 2000. Alors que la Reg. G a émergé dans un climat de défiance vis-à-vis de ces indicateurs et un contexte dépourvu de tout cadre réglementaire, l'intervention de l'ESMA s'inscrit dans la continuité d'un ensemble de recommandations émises au cours des vingt dernières années (IOSCO, 2002 ; CESR, 2005 ; AMF, 2005 ; AMF, 2010 ; IOSCO, 2016). Pendant ce temps, la divulgation de RNGAAP a connu un essor sans précédent, s'installant comme une pratique à part entière de la communication volontaire des entreprises. Il est aujourd'hui admis d'un grand nombre d'acteurs que les RNGAAP constituent des indicateurs utiles à la prise de décision (CFA, 2016 ; Hoogervorst, 2016 ; Black et Christensen, 2018). Une autre explication peut être liée à la portée restrictive limitée des recommandations de l'ESMA. Contrairement au régulateur américain, l'ESMA ne dispose pas de moyens directs lui permettant le contrôle de la régulation, celui-ci ayant été délégué aux autorités nationales compétentes. Par conséquent, il est possible que les dirigeants perçoivent moins de risques à divulguer ces indicateurs.

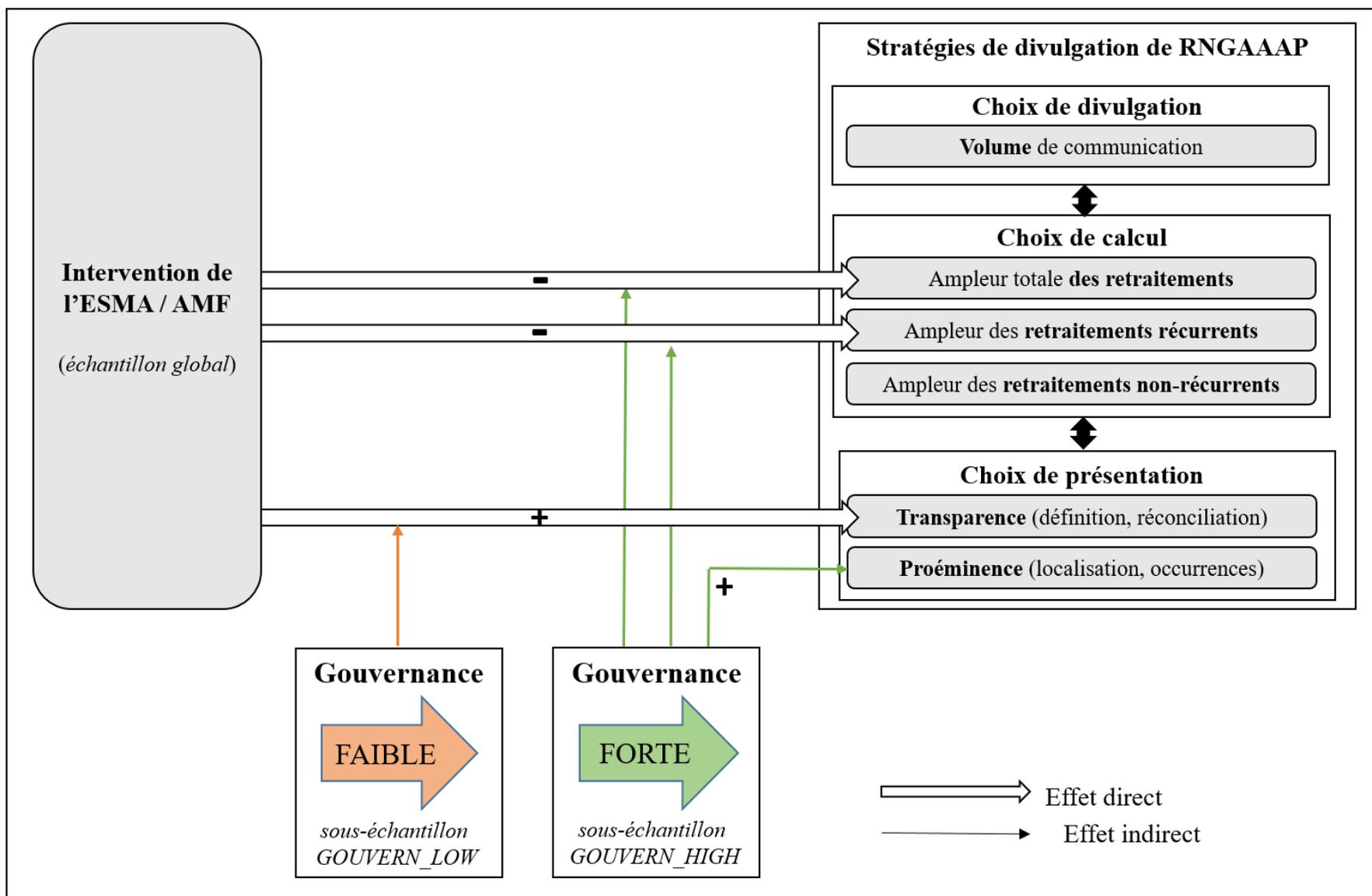
Nos résultats ne permettent pas non plus d'attester d'un effet de la régulation sur la prééminence accordée aux RNGAAP. Après 2015, les entreprises continuent de présenter les RNGAAP relativement plus tôt que le résultat GAAP au sein des communiqués de presse. De la même façon, le nombre d'occurrences des RNGAAP par rapport au résultat GAAP est toujours plus important à l'issue de l'intervention du régulateur européen. Selon l'ESMA, « *les IAP ne doivent pas être présentés avec plus d'importance, d'emphase ou de prééminence que les indicateurs directement issus des états financiers* » (ESMA, 2015, §35). Ainsi, nos résultats suggèrent qu'à court terme, cette recommandation n'a pas eu les effets escomptés, ce qui

contraste avec les observations de Chen et al. (2020) dans le contexte américain. À partir d'un questionnaire envoyé à un panel d'entreprises en Europe, l'ESMA dresse un certain nombre de facteurs susceptibles de compliquer la correcte application de ses recommandations. Pour commencer, le manque de familiarité avec le principe de même proéminence semble être un frein pour bon nombre d'entreprises. D'autre part, certaines d'entre elles semblent réticentes à changer leur façon de présenter les RNGAAP, considérant que les investisseurs avertis sont capables de correctement évaluer les RNGAAP communiqués, quel que soit leur degré de proéminence. Enfin, une partie des entreprises interrogées mettent en avant le fait que cette pratique répond à une demande de la part de leurs parties prenantes (ESMA, 2019).

Pour autant, nos résultats montrent que l'intervention de l'ESMA / AMF a eu pour effet de décourager la divulgation de RNGAAP par les entreprises utilisant les stratégies de divulgation les plus « agressives » (i.e. faible transparence, forte proéminence). Selon Akerlof (1970), l'envoi de signaux se doit d'être coûteux afin d'éviter la présence de « mauvais » vendeurs sur le marché des voitures d'occasion. Le coût du signal est alors censé accroître la crédibilité des informations fournies et réduire le risque de sélection adverse. En ce sens, l'intervention de l'ESMA / AMF semble avoir eu pour effet d'éliminer les « mauvaises » entreprises tout en incitant les « bonnes » entreprises à communiquer des RNGAAP.

Enfin, les conséquences de la régulation apparaissent contingentes des dispositifs de gouvernance existants au sein de l'entreprise. L'indépendance du conseil d'administration et / ou la présence d'investisseurs institutionnels sont susceptibles d'accroître le contrôle exercé sur les dirigeants et de limiter l'espace discrétionnaire alloué à ces derniers (Frankel et al., 2011 ; Jennings et Marques, 2011 ; Isidro et Marques, 2013). Conformément à cette idée, nous constatons que la diminution de l'ampleur des retraitements non-GAAP à la suite de l'intervention de l'ESMA / AMF est exclusivement le fait d'entreprises caractérisées par une forte gouvernance. Dans le même temps, nos résultats suggèrent que la régulation s'est substituée aux dispositifs internes de l'entreprise, en incitant les entreprises à faible gouvernance à accroître la transparence avec laquelle sont divulgués les RNGAAP.

Figure 17. Conséquences des orientations de l'ESMA / AMF sur les stratégies de divulgation de RINGAAP : synthèse



Conclusion de la section 3

L'objectif de cette section était de faire la synthèse des résultats issus de la première question de recherche de la thèse. Dans une première sous-section, nous avons mis en perspective les stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées en France. La communication de ces indicateurs constitue une pratique globale et routinière marquée par des spécificités propres au contexte français. Les dirigeants communiquent fréquemment des RNGAAP tout en adoptant des choix réguliers d'indicateurs dans le temps. À ce titre, les RNGAAP dérivés du résultat opérationnel apparaissent particulièrement privilégiés par les entreprises, notamment *via* la communication du « résultat opérationnel courant ». Ces résultats soulignent l'influence des pratiques comptables nationales et le rôle joué par le normalisateur français (ANC) sur la divulgation de RNGAAP. Par ailleurs, l'ampleur des éléments exclus du calcul des RNGAAP est considérable, la plupart de ces retraitements correspondant à des éléments récurrents (ex : amortissements / dépréciations, charges liées à la rémunération des dirigeants en action) et / ou des éléments exclus très régulièrement d'une période à l'autre (ex : charges de restructuration). La discrétion exercée par les dirigeants témoigne du flou existant relatif au concept de « non-réurrence » et plus généralement à la qualification des charges et / ou produits enregistrés au sein du compte de résultat. Enfin, les RNGAAP communiqués sont peu transparents et présentés avec davantage de prééminence que les résultats issus de l'information règlementée.

Dans une deuxième sous-section, nous avons discuté l'évolution des stratégies de divulgation de RNGAAP et l'impact des orientations de l'ESMA / AMF sur ces dernières. L'intervention du régulateur européen a eu des effets en demi-teinte. Dans une certaine mesure, celle-ci a permis de réduire la discrétion exercée par les dirigeants lors du calcul des RNGAAP. Par ailleurs, la régulation s'est traduite par une amélioration significative de la transparence de communication des RNGAAP. Plus généralement, la mise en place des orientations de l'ESMA / AMF semble avoir découragé les entreprises utilisant les stratégies les plus agressives (ex : faible transparence, forte prééminence) à continuer de communiquer des RNGAAP après 2015. Dans le même temps, cette régulation n'a pas eu les effets escomptés en ce qui concerne la prééminence accordée aux RNGAAP. Contrairement au souhait du régulateur européen, les entreprises continuent à présenter ces indicateurs plus tôt et plus fréquemment que le résultat GAAP après 2015. Ce résultat témoigne de la difficulté pour les entreprises à modifier leurs pratiques de communication et / ou de la portée peu restrictive de ce cadre réglementaire.

Conclusion du chapitre 4

L'objectif de ce chapitre était de présenter et de discuter les résultats nous permettant de répondre à la première question de recherche de ce travail doctoral. Celui-ci a fait l'objet de trois sections distinctes.

Dans une première section, nous avons présenté l'état des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées en France. Nous avons vu que celle-ci est une pratique largement répandue s'inscrivant dans une politique mise en œuvre sur le long terme par les dirigeants. Dans le même temps, ces derniers exercent une latitude considérable dans les choix de calcul de ces indicateurs, qui excluent une assez large ampleur d'éléments récurrents et / ou réguliers d'une période à l'autre. Par ailleurs, les RNGAAP communiqués sont assez peu transparents et présentés avec davantage de prééminence que les résultats issus de l'information règlementée. Enfin, nos analyses révèlent que l'intervention du régulateur européen a eu des effets nuancés. D'un côté, celle-ci s'est traduite par une diminution de l'ampleur des retraitements récurrents et d'une amélioration de la transparence associée à la communication de RNGAAP. D'un autre côté, contrairement aux effets escomptés, la régulation n'a pas eu d'effets sur la prééminence accordée aux RNGAAP.

Dans une deuxième section, nous avons mis en évidence l'articulation de la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants avec les autres dimensions de la divulgation de RNGAAP. Ainsi, le degré et les modalités de la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants dépendent du type d'indicateur communiqué. De plus, les RNGAAP présentés avec davantage de prééminence font l'objet de retraitements non-GAAP de meilleure « qualité ». Plus spécifiquement, l'ampleur des retraitements récurrents (non-récurrents) est significativement moins (plus) importante lorsque ces indicateurs sont présentés plus tôt que le résultat GAAP au sein des communiqués de presse. Finalement, les RNGAAP présentés avec davantage de prééminence sont également les plus transparents.

Dans une troisième section, nous avons analysé l'ensemble des résultats de la recherche afin de les mettre en perspective avec la littérature antérieure et le cadre théorique mobilisé dans cette thèse.

Chapitre 5. Résultats : les déterminants de la proéminence accordée aux RINGAAP

Introduction du chapitre 5

L'état des lieux des stratégies de divulgation de RINGAAP ayant été présenté, l'objectif de ce chapitre est d'exposer et de discuter les résultats relatifs aux facteurs expliquant la prééminence accordée aux RINGAAP par les dirigeants.

La première section portera sur le test des hypothèses relatives à notre question de recherche. Pour rappel, ces hypothèses prédisent une relation entre la prééminence accordée aux RINGAAP et : l'utilisation des retraitements non-GAAP par les dirigeants (hypothèses H_1 et H_2), l'atteinte / dépassement de résultats cibles (hypothèse H_3), la pertinence du résultat GAAP (hypothèse H_4), la complexité interne de l'entreprise (hypothèse H_5), l'actionnariat institutionnel (hypothèse H_6) et la présence d'analystes financiers (hypothèse H_7) (section 1).

Dans une deuxième section, nous présenterons des analyses complémentaires afin d'approfondir les résultats obtenus. Notamment, nous mobiliserons une mesure alternative de la prééminence des RINGAAP et évaluerons l'impact des orientations de l'ESMA / AMF sur cette prééminence (section 2).

Enfin, dans une troisième section, nous discuterons ces résultats en regard de la littérature et du cadre théorique mobilisé (section 3).

Section 1. Test des hypothèses de recherche

L'objectif de cette section est de répondre à la deuxième question de recherche de cette thèse. Pour cela, nous testerons les hypothèses H_1 à H_7 à l'aide des modèles économétriques exposés dans le chapitre 3. Après avoir exposé quelques statistiques descriptives ainsi que des tests préliminaires sur les variables indépendantes (1.), nous présenterons et commenterons les résultats des régressions (2.).

1. Présentation des variables indépendantes et tests préliminaires

Dans cette sous-section, nous exposerons tout d'abord les statistiques descriptives relatives aux variables indépendantes de l'étude (1.1.). Nous procéderons ensuite à des tests préalables permettant de valider l'utilisation des modèles de régression (1.2.).

1.1. Statistiques descriptives des variables indépendantes et de contrôle

Le tableau 30 présente les statistiques descriptives relatives aux variables indépendantes et de contrôle utilisées dans les modèles de régression. La première partie du tableau présente les statistiques relatives aux variables explicatives. On peut tout d'abord constater que les retraitements non-GAAP (variable *Retrait_NG*) sont en moyenne de 1,088€ par action. Par ailleurs, plus d'une entreprise sur deux de notre échantillon utilise des retraitements récurrents pour le calcul des RNGAAP : la moyenne de la variable *RECUR* est de 0,565 (soit 56,50 %). Les variables *Bench_IBES* et *Bench_N-1* attestent que respectivement 34,4 % (30,9 %) des entreprises publiant un résultat GAAP inférieur au consensus de prévision des analystes financiers (résultat de la période précédente) divulguent des RNGAAP supérieurs à ces seuils¹²². Ainsi, l'atteinte de résultats cibles semble être relativement fréquente pour les entreprises de l'échantillon d'étude. A contrario, seulement 9,3 % des entreprises connaissant une perte comptable divulguent des RNGAAP profitables (*Loss_Convert*).

¹²² La part des entreprises de l'échantillon d'étude publiant un résultat GAAP inférieur à la prévision des analystes financiers (résultat de la période précédente) est de 61,51 % (45,50 %).

Tableau 30. Statistiques descriptives des variables indépendantes et de contrôle

Variables indépendantes	n	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Min	Max
Retrait_NG	569	1,088	0,539	1,900	-3,979	5,58
RECUR	569	0,565	1	0,496	0	1
Bench_IBES	569	0,344	0	0,398	0	1
Bench_N-1	569	0,309	0	0,462	0	1
Loss_Convert	569	0,093	0	0,290	0	1
EXCEPTIONNELS	569	-0,441	-0,186	0,852	-2,647	1,984
INCORPORELS	569	0,182	0,128	0,192	0	0,832
INSTIT_MED	569	0,478	0	0,499	1	0
ANALYSTES	569	18,495	19	7,864	0	37
Variables de contrôle	n	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Min	Max
ACTIF_TOTAL	569	6,982	6,930	0,603	5,726	8,447
LONG_COMMUNIQUE	569	15,929	14	11,774	1	81
MULTIPLE_NG	569	0,458	0	0,498	0	1
Nbr_Retrait_NG	569	3,220	3	1,745	1	6

Avec : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR = 1 si l'entreprise utilise un retraitement récurrent (charges de dépréciations / amortissement, charges liées à la rémunération en actions, charges liées aux provisions pour retraites) et 0 sinon ; Bench_IBES = 1 si NG (GAAP) > (<) au consensus de prévision des analystes financiers et 0 sinon ; Bench_N-1 = 1 si NG (GAAP) > (<) au résultat GAAP de la période précédente et 0 sinon ; Loss_Convert = 1 si NG (GAAP) > (<) à 0 et 0 sinon ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Total actif immobilisé ; INSTIT_MED = 1 si la part détenue par les investisseurs institutionnels > valeur médiane de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et 0 sinon ; ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes couvrant l'entreprise ; MULTIPLE_NG = 1 si l'entreprise divulgue plusieurs RNGAAP sur une même période et 0 sinon ; Nbr_Retrait_NG = Nombre de retraitements effectués sur la période.

En moyenne, le montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat s'élève à - 0,441€ par action (EXCEPTIONNELS). Pour rappel, un montant négatif (positif) signifie la présence d'éléments diminuant (augmentant) le résultat comptable. Ainsi, ces éléments exceptionnels représentent principalement des charges pour les entreprises de l'échantillon d'étude. Le taux d'actifs incorporels est quant à lui de 18,20 % (INCORPORELS). Enfin, le nombre d'analystes couvrant l'entreprise est de 18,495. Toutefois, on peut constater que cette couverture varie assez fortement, avec un nombre minimal (maximal) d'analystes de 0 (37).

La deuxième partie du tableau présente les statistiques relatives aux variables de contrôle. La taille moyenne des entreprises de l'échantillon d'étude est de 6,982 (logarithme du total actif). La longueur du communiqué de presse varie également assez fortement (LONG_COMMUNIQUE). En moyenne, ces derniers font 15,929 pages avec une valeur minimale (maximale) de 1 (81 pages). Finalement, 45,80 % des entreprises divulguent plusieurs types de RNGAAP pour une même période (MULTIPLE_NG) tandis que les entreprises utilisent en moyenne 3,220 types de retraitements non-GAAP lorsqu'ils calculent ces indicateurs (Nbr_Retrait_NG).

1.2. Tests préliminaires sur les variables indépendantes

1.2.1. Mesure des coefficients de corrélation

Afin de s'assurer de la validité de l'estimation des paramètres des modèles de régression, il convient de vérifier l'absence de corrélations trop importantes entre les différentes variables explicatives. Selon Gavard-Perret et al. (2012), les coefficients de corrélation supérieurs à 70 % attestent d'un sérieux problème de multi-colinéarité. Le cas échéant, il conviendra de décliner les modèles de régression en éliminant les variables les plus corrélées entre elles. Le tableau 31 présente la matrice de corrélation des variables indépendantes et de contrôle. Les tests paramétriques (coefficient de Pearson) sont présentés dans la partie basse du tableau et les tests non-paramétriques (coefficients de Spearman) sont présentés dans la partie haute.

La matrice révèle l'existence de corrélations significatives entre plusieurs variables. Pour commencer, les variables Bench_IBES et Bench_N-1 présentent un coefficient de corrélation de Pearson (Spearman) de 0,325 (0,344). En d'autres termes, le fait pour une entreprise de divulguer un RNGAAP supérieur à la prévision des analystes financiers est positivement corrélé à la divulgation d'un RNGAAP supérieur au résultat de la période précédente.

En outre, plusieurs autres variables attirent notre attention. Pour commencer, les variables Retrait_NG et EXCEPTIONNELS se trouvent être négativement corrélées (Pearson : -0,294 ; Spearman : -0,335). Ces coefficients négatifs suggèrent qu'à mesure que le montant du résultat exceptionnel diminue (en présence de plus de charges), l'ampleur des retraitements non-GAAP augmente. Ce résultat est cohérent avec l'idée que les retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants refléteraient l'élimination de charges et / ou produits non pertinents pour la prise de décision des investisseurs (Choi et al., 2007 ; Choi et Young, 2015). Toutefois, la variable Retrait_NG est également positivement corrélée avec les variables Bench_IBES (Pearson : 0,315 ; Spearman : 0,273). Ainsi, l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés augmente lorsque les RNGAAP divulgués sont supérieurs à la prévision des analystes financiers. Cette corrélation vient plutôt corroborer l'idée d'une utilisation opportuniste des retraitements non-GAAP visant à dépeindre une meilleure image (Black et Christensen, 2009).

Tableau 31. Matrice de corrélations des variables indépendantes

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) Retrait_NG		0,012	0,273	0,231	0,083	0,337	0,028	-0,335	0,003	-0,013	0,019	0,026	-0,159
(2) RECUR	-0,017		-0,06	0,018	-0,043	0,087	0,447	-0,064	0,135	0,096	-0,024	0,239	0,102
(3) Bench_IBES	0,315	-0,032		0,344	0,142	0,129	-0,216	-0,088	0,083	0,034	-0,146	-0,039	-0,177
(4) Bench_N-1	0,153	0,061	0,325		0,093	0,184	-0,043	-0,239	0,052	0,107	-0,026	0,066	-0,106
(5) MULTIPLE_NG	0,112	0,101	0,154	0,154		0,070	0,010	0,034	0,169	0,035	-0,048	0,028	-0,035
(6) Convert_Loss	0,371	0,123	0,113	0,160	0,087		-0,049	-0,230	0,052	-0,032	-0,026	0,002	-0,106
(7) Nbr_Retrait_NG	-0,067	0,440	-0,229	-0,038	0,026	-0,042		-0,007	-0,075	0,204	0,316	0,339	0,094
(8) EXCEPTIONNELS	-0,294	-0,146	-0,088	-0,195	-0,059	-0,258	-0,001		0,089	-0,043	-0,130	-0,072	0,037
(9) INCORPORELS	0,026	0,202	0,115	0,083	0,164	0,047	-0,068	0,000		0,049	-0,166	0,122	0,053
(10) ANALYSTES	-0,055	0,099	0,027	0,143	0,087	-0,154	0,269	-0,064	0,179		0,673	0,224	0,158
(11) ACTIF_TOTAL	0,005	0,040	-0,184	-0,013	-0,013	-0,173	0,345	-0,118	-0,024	0,663		0,284	0,146
(12) LONG_COMMUNIQUE	-0,137	0,181	-0,171	0,023	-0,015	0,030	0,325	-0,066	-0,010	0,147	0,267		0,000
(13) INSTIT	-0,198	0,206	-0,184	-0,015	0,041	-0,022	0,177	-0,027	0,131	0,237	0,169	0,101	

Note : Ce tableau présente la matrice de corrélation de Pearson (en bas) et de Spearman (en haut). Définition des variables : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR = 1 si l'entreprise utilise un retraitement récurrent (charges de dépréciations / amortissement, charges liées à la rémunération en actions, charges liées aux provisions pour retraites) et 0 sinon ; Bench_IBES = 1 si NG (GAAP) > (<) au consensus de prévision des analystes financiers et 0 sinon ; Bench_N-1 = 1 si NG (GAAP) > (<) au résultat GAAP de la période précédente et 0 sinon ; Loss_Convert = 1 si NG (GAAP) > (<) à 0 et 0 sinon ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Total actif immobilisé ; INSTIT_MED = 1 si la part détenue par les investisseurs institutionnels > valeur médiane de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et 0 sinon ; ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes couvrant l'entreprise ; MULTIPLE_NG = 1 si l'entreprise divulgue plusieurs RNGAAP sur une même période et 0 sinon ; Nbr_Retrait_NG = Nombre de retraitements effectués sur la période. Les coefficients de corrélations présentés en gras représentent un seuil de significativité inférieur à 5 %.

En outre, nous pouvons constater que le nombre de retraitements non-GAAP utilisés (Nbr_Retrair_NG) et l'utilisation de retraitements récurrents (RECUR) sont positivement corrélés (Pearson : 0,440 ; Spearman : 0,447). Ce résultat semble logique dans la mesure où l'exclusion d'une plus grande diversité de charges et / ou produits rend nécessairement plus probable l'occurrence de retraitements récurrents. La variable Nbr_Retrair_NG est également positivement corrélée à la longueur du communiqué de presse (Pearson : 0,325 ; Spearman : 0,339). Cela peut refléter un effet lié à la taille. En effet, les entreprises de plus grande taille sont les plus à même de fournir davantage d'informations relatives à leur activité et de connaître un plus grand nombre d'éléments de nature transitoires justifiant l'utilisation de tels retraitements. Le tableau 31 vient confirmer cette intuition : la variable ACTIF_TOTAL est positivement corrélée à la variable LONG_COMMUNIQUE (Pearson : 0,267 ; Spearman : 0,284) ainsi qu'à la variable Nbr_Retrair_NG (Pearson : 0,345 ; Spearman : 0,316).

Finalement, la corrélation la plus forte est constatée entre la taille de l'entreprise (ACTIF_TOTAL) et le nombre d'analystes financiers couvrant l'entreprise (ANALYSTES). Pour ces deux variables, le coefficient de Person (Spearman) s'élève à 0,663 (0,673). Ce résultat n'est pas surprenant compte tenu du fait que ces deux variables capturent toutes deux la dimension « visibilité » de l'entreprise. Malgré tout, ce coefficient demeure inférieur au seuil de 0,70. Dans l'ensemble, l'étude de la matrice des corrélations suggère donc l'absence de colinéarité critique des variables indépendantes utilisées dans cette étude.

1.2.2. Mesure des VIF's (« Variance Inflation Factor »)

La matrice de corrélation nous renseigne sur les coefficients de corrélation (et leur significativité) des variables prises deux à deux. Toutefois, celle-ci est susceptible de sous-estimer la présence de liens entre un nombre plus grand de variables. Une autre méthode consiste ainsi à calculer les VIF (« *variance inflation factors* »), qui indiquent le degré avec lequel une variable indépendante donnée est une combinaison linéaire des autres variables indépendantes. Cette méthode permet ainsi de compléter l'analyse des coefficients de corrélation et de détecter des formes moins évidentes de multi-colinéarité. Conformément à la littérature, il convient de vérifier que la valeur des VIF des variables utilisées dans le modèle ne soit pas supérieure à 10 et que la valeur de tolérance de ces VIF ne soit pas inférieure à 0,10 (Chavent et al., 2006). Le tableau 32 présente la valeur des VIF des variables des modèles.

Tableau 32. Valeur des VIF des variables explicatives

Variables	VIF	Tolérance
Retrait_NG	1,55	0,645
RECUR	1,59	0,629
Bench_IBES	1,40	0,716
Bench_N-1	1,40	0,712
Loss_Convert	1,44	0,693
EXCEPTIONNELS	1,50	0,667
INCORPORELS	1,44	0,696
INSTIT_MED	1,33	0,754
ACTIF_TOTAL	3,78	0,264
ANALYSTES	3,10	0,322
LONG_COMMUNIQUE	1,98	0,506
MULTIPLE_NG	1,21	0,823
Nbr_Retrait_NG	1,92	0,522

Note : Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR = 1 si retraitement d’éléments récurrents et 0 sinon ; Bench_IBES = 1 si NG > consensus IBES et GAAP < consensus IBES et 0 sinon ; Bench_N-1 = 1 si NG > GAAP N-1 et GAAP < GAAP N-1 et 0 sinon ; Loss_Convert = 1 si NG > 0 et GAAP < 0 et 0 sinon ; EXCEPTIONNELS = Ampleur des éléments exceptionnels au compte de résultat ; INSTIT_MED = 1 si % d’investisseurs institutionnel > médiane et 0 sinon ; ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ANALYSTES = Nombre d’analystes financiers couvrant l’entreprise ; LONG_COMMUNIQUE = Longueur du communiqué de presse ; MULTIPLE_NG = 1 si divulgation de plusieurs RNGAAP et 0 sinon ; Nbr_Retrait_NG = Nombre de retraitements non-GAAP effectués.

On peut constater qu’aucune des variables utilisées dans notre étude ne présente une valeur de VIF supérieure à 10. Le VIF le plus élevé est relatif à la variable ACTIF_TOTAL et s’élève à 3,78. De la même façon, cette variable présente la tolérance de VIF la plus faible (0,264) qui demeure toutefois supérieur au seuil de 0,10. Pour conclure, l’étude des corrélations et des VIF ne permettent pas d’attester d’un problème sérieux de colinéarité pour les variables indépendantes et de contrôles utilisés dans cette étude. En d’autres termes, les régressions peuvent être réalisées avec l’ensemble de ces variables.

2. Estimation des paramètres des modèles de régression

Dans cette sous-section, nous présenterons les résultats des tests des hypothèses H_1 à H_7 . Nous exposerons tout d’abord les résultats portant les variables mesurant la localisation des RNGAAP au sein des communiqués (2.1.). Nous présenterons ensuite les résultats portant sur les variables mesurant le nombre d’occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (2.2.).

2.1. La localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse

2.1.1. Rappel et présentation des modèles 1 et 2

(Modèle 1)

$$\begin{aligned} \text{NG_LOC_ABS}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \\ & \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \\ & \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \\ & \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

(Modèle 2)

$$\begin{aligned} \text{NG_LOC_REL}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \\ & \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \\ & \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \\ & \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

Avec : NG_LOC_ABS = Rang percentile de localisation du RNGAAP au sein du communiqué de presse ; NG_LOC_REL = Rang percentile de localisation du RNGAAP relativement au résultat GAAP ; Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR = 1 si l'entreprise utilise un retraitement récurrent (charges de dépréciations / amortissement, charges liées à la rémunération en actions, charges liées aux provisions pour retraites) et 0 sinon ; Bench_IBES = 1 si NG > au consensus de prévision des analystes financiers et 0 sinon ; Bench_N-1 = 1 si NG > au résultat GAAP de la période précédente et 0 sinon ; Loss_Convert = 1 si NG > à 0 et 0 sinon ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Total actif immobilisé ; INSTIT_MED = 1 si la part détenue par les investisseurs institutionnels > valeur médiane de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et 0 sinon ; ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes couvrant l'entreprise ; MULTIPLE_NG = 1 si l'entreprise divulgue plusieurs RNGAAP sur une même période et 0 sinon ; Nbr_Retrait_NG = Nombre de retraitements effectués sur la période.

Les paramètres des régressions sont présentés en tableau 33. La statistique de Fisher confirme la validité de nos deux modèles (p-value < 0,01). Par ailleurs, la valeur du R carré ajusté révèle que les modèles 1 et 2 expliquent respectivement 17,96 % et 17,38 % de la variance totale des deux variables dépendantes, ce qui est cohérent avec les travaux antérieurs (Bowen et al., 2005). Pour rappel, les variables continues incluses dans chacun des modèles ont été converties en rang percentile. Ainsi, les coefficients β peuvent être interprétés comme la variation de la variable dépendante (en percentile) entraînée par l'augmentation de 1 percentile la variable indépendante considérée.

2.1.2. Résultats des régressions (modèles 1 et 2)

Tout d'abord, la proéminence accordée aux RNGAAP est significativement associée à l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants. Contrairement à nos prédictions, cette association apparaît cependant négative. En effet, le coefficient β_1 de la variable Retrait_NG est de respectivement -0,168 pour le modèle 1 (proéminence absolue) et de -0,106 pour le modèle 2 (proéminence relative). En d'autres termes, une augmentation de 1 percentile de l'ampleur des retraitements non-GAAP se traduit par une diminution de -0,168 percentile de la variable NG_LOC_ABS et d'une diminution de -0,106 percentile de la variable NG_LOC_REL. Ces coefficients sont significatifs au seuil de 5 %. **L'hypothèse H_1 est donc validée.**

Le coefficient β_2 , lié à la variable RECUR, est quant à lui non significatif pour nos deux modèles. Ainsi, le fait pour les dirigeants d'utiliser des retraitements récurrents lorsqu'ils calculent les RNGAAP n'est pas un élément déterminant expliquant la mise en avant de ces indicateurs au sein des communiqués de presse. **Ce résultat nous conduit à rejeter l'hypothèse H_2 .**

Conformément à nos prédictions, la proéminence accordée aux RNGAAP se trouve être positivement associée à l'atteinte de résultat cibles. Cela est particulièrement vrai en ce qui concerne la localisation relative des RNGAAP par rapport au résultat GAAP (modèle 2). Pour le modèle 2, les coefficients β_3 et β_4 sont ainsi de respectivement 4,727 ($t = 1,79$; p -value < 0,05) et 5,001 ($t = 2,89$; p -value < 0,05). Ainsi, les dirigeants présentent les RNGAAP relativement plus tôt au sein des communiqués de presse lorsqu'ils permettent de convertir une nouvelle défavorable (résultat GAAP inférieur à la prévision des analystes financiers ou au résultat de la période précédente) en nouvelle favorable (RNGAAP supérieur à ces mêmes seuils). S'agissant de la localisation absolue des RNGAAP (modèle 1), seul le coefficient β_3 (variable Bench_IBES) présente une valeur de 2,455, celui-ci n'étant significatif qu'au seuil de 10 %. **L'hypothèse H_3 est ainsi validée.**

En revanche, la faible pertinence de l'information règlementée ne semble pas être un facteur incitant les dirigeants à présenter les RNGAAP avec proéminence au sein des communiqués de presse. En effet, aucune de nos deux variables dépendantes n'est significativement associée à l'ampleur des éléments exceptionnels (EXCEPTIONNELS) ou à la présence de pertes comptables (Convert_LOSS).

Tableau 33. Les déterminants de la localisation des RNGAAP au sein des communiqués (modèles 1 et 2)

Variables indépendantes	NG_LOC_ABS (Modèle 1)		NG_LOC_REL (Modèle 2)	
	Coefficient (β)	t-statistic (Student)	Coefficient (β)	t-statistic (Student)
Retrait_NG (H_1)	-0,168**	-2,31	-0,106**	-2,12
RECUR (H_2)	-6,725	-1,28	-5,190	-1,27
Bench_IBES (H_3)	2,455*	1,82	4,727**	1,79
Bench_N-1 (H_3)	1,920	1,62	5,001**	2,89
Convert_LOSS (H_4)	-5,163	-0,83	3,204	0,58
EXCEPTIONNELS (H_4)	-0,093	-1,39	-0,002	-0,05
INCORPORELS (H_5)	-0,079	-0,92	-0,042	-0,56
INSTIT_MED (H_6)	-5,554	-1,39	-4,989**	-1,98
ANALYSTES (H_7)	0,037	0,03	0,001	0,02
ACTIF_TOTAL	0,029	0,24	-0,007	-0,09
LONG_COMMUNIQUE	-0,161	-1,62	0,005	0,01
MULTIPLE_NG	7,676*	1,64	8,584**	2,44
Nbr_Retrait_NG	0,046	0,46	0,105	1,39
Constante	65,418***	5,98	67,941***	7,59
Effets fixes années	OUI		OUI	
Effets fixes secteur	OUI		OUI	
Prob. > F	< 0,01		< 0,01	
Observations	569		569	
R ² ajusté	17,96 %		17,38 %	

Notes : Ce tableau présente les résultats du modèle 1 et 2. Les paramètres de ces modèles sont estimés selon la méthode des moindres carrés ordinaires (régressions OLS) à l'aide du logiciel STATA. Afin de prendre en considération la corrélation des termes d'erreur dans le temps, les erreurs standards permettant le calcul de la statistique t de Student ont été regroupées par entreprises (sur STATA : « Robust standard error clustered by firm »). Par ailleurs, ces modèles prennent en compte les effets fixes liés à l'année et au secteur d'activité.

De la même façon, la complexité interne de l'entreprise, reflétée par le taux d'actifs incorporels au bilan de l'entreprise (INCORPORELS), ne permet pas d'expliquer le degré de proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants : le coefficient β_7 est non significatif. Par conséquent, les hypothèses ***H₄*** et ***H₅*** sont **rejetées**. Contrairement à la littérature antérieure (Bowen et al., 2005 ; Henry et al., 2020), ces résultats ne semblent pas cohérents avec l'idée selon laquelle la mise en avant des RNGAAP par les dirigeants refléterait une volonté de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs.

Finalement, nos résultats révèlent l'influence de la nature de l'actionnariat sur la façon de présenter les RNGAAP. **Conformément à l'hypothèse *H₆***, la présence d'une part importante d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise (INSTIT_MED) est négativement associée à la proéminence accordée aux RNGAAP. En effet, le coefficient β_8 est négatif et statistiquement significatif ($t = -1,98$; $p\text{-value} < 0,05$). Ce résultat peut être interprété de deux manières. D'un côté, la présence de tels investisseurs est susceptible de discipliner les dirigeants, décourageant ces derniers à adopter des stratégies de divulgation « agressives » pouvant être sanctionnées. D'un autre côté, le degré de sophistication des investisseurs institutionnels réduit la nécessité pour les dirigeants de mettre l'accent sur la communication de RNGAAP, ces derniers ayant l'expertise nécessaire pour acquérir l'information relative à ces indicateurs. A contrario, la couverture des analystes financiers ne semble pas avoir d'influence sur la proéminence accordée aux RNGAAP. Ainsi, le coefficient β_9 est non-significatif pour chacun des deux modèles. **Ce résultat nous conduit à rejeter l'hypothèse *H₇***. S'agissant des variables de contrôle, seule la variable MULTIPLE_NG présente un coefficient positif et significatif pour les deux modèles, suggérant que les entreprises divulguant plusieurs RNGAAP pour une même période sont plus enclines à mettre en avant ces indicateurs dans leur communication financière. En revanche, ni la taille de l'entreprise (ACTIF_TOTAL), ni la longueur du communiqué de presse (LONG_COMMUNIQUE) ne sont associées à la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants. Enfin, le nombre de retraitements non-GAAP utilisés (Nbr_Retrait_NG) ne semble pas non plus influencer le choix de localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse, comme l'atteste le coefficient β_{13} , statistiquement non-significatif.

2.2. Le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse

2.2.1. Rappel et présentation des modèles 3 et 4

(Modèle 3)

$$\begin{aligned} \text{NG_OCC_ABS}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} \\ & + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \\ & \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

(Modèle 4)

$$\begin{aligned} \text{NG_OCC_REL}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} + \\ & \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} \\ & + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \\ & \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon \end{aligned}$$

Avec : NG_OCC_ABS = Nombre d'occurrences du (des) RNGAAP au sein du communiqué de presse ; NG_OCC_REL = Nombre d'occurrences du (des) RNGAAP – Nombre d'occurrences du résultat GAAP ; Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR = 1 si l'entreprise utilise un retraitement récurrent (charges de dépréciations / amortissement, charges liées à la rémunération en actions, charges liées aux provisions pour retraites) et 0 sinon ; Bench_IBES = 1 si NG > au consensus de prévision des analystes financiers et 0 sinon ; Bench_N-1 = 1 si NG > au résultat GAAP de la période précédente et 0 sinon ; Loss_Convert = 1 si NG > à 0 et 0 sinon ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Total actif immobilisé ; INSTIT_MED = 1 si la part détenue par les investisseurs institutionnels > valeur médiane de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et 0 sinon ; ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes couvrant l'entreprise ; MULTIPLE_NG = 1 si l'entreprise divulgue plusieurs RNGAAP sur une même période et 0 sinon ; Nbr_Retrait_NG = Nombre de retraitements effectués sur la période.

Les paramètres des régressions sont présentés en tableau 34. La statistique de Fisher confirme la validité de nos deux modèles (p-value < 0,01). La valeur du R carré ajusté révèle que les modèles 3 et 4 expliquent respectivement 44,51 % et 37,74 % de la variance totale des deux variables dépendantes.

2.2.2. Résultats des régressions (modèles 3 et 4)

A l'instar des résultats constatés précédemment, le tableau 34 révèle que l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants a un impact sur le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse, mais dans le sens inverse à celui prédit. La variable *Retrait_NG* présente un coefficient β_1 statistiquement négatif pour chacun des deux modèles. Celui-ci est respectivement de -0,761 pour le modèle 3 ($t = -2,88$; $p\text{-value} < 0,05$) et de -0,569 pour le modèle 4 ($t = 1,84$; $p\text{-value} < 0,05$). Les dirigeants semblent ainsi moins enclins à citer ces indicateurs à mesure que l'écart entre le RNGAAP et le résultat GAAP devient plus élevé. **Ce résultat nous amène à valider L'hypothèse H_1 .**

Contrairement à l'hypothèse H_2 , le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse n'est pas non plus associé à l'utilisation de retraitements récurrents par les dirigeants, comme l'atteste le coefficient β_2 (variable *RECUR*). De la même façon, les variables *Bench_IBES* (β_3) et *Bench_N-1* (β_4) présentent toutes les deux des coefficients non significatifs pour le modèle 4. En d'autres termes, l'atteinte / dépassement de résultats cibles n'est pas un facteur incitant les dirigeants à citer les RNGAAP plus fréquemment au sein des communiqués de presse (relativement au résultat GAAP). S'agissant du modèle 3, seul le coefficient β_3 (*Bench_IBES*) est positif et significatif ($t = 1,77$; $p\text{-value} < 0,10$). Ainsi, lorsque le RNGAAP excède la prévision des analystes financiers, les dirigeants sont davantage incités à commenter plus fréquemment ces indicateurs dans leur communication financière. Toutefois, ce coefficient n'est significatif qu'au seuil de 10 %. Dans l'ensemble, **ces résultats nous conduisent à rejeter l'hypothèse H_3 .**

Conformément à l'hypothèse H_4 , le coefficient β_6 atteste d'une association négative entre le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (modèle 3) et le montant des éléments exceptionnels enregistrés au sein du compte de résultat ($t = -2,52$; $p\text{-value} < 0,01$). De plus, les entreprises caractérisées par une forte intensité d'actifs incorporels au bilan (i.e. reflétant une plus grande complexité interne) citent plus fréquemment les RNGAAP de façon absolue et relativement aux résultats issus de l'information règlementée. En effet, le coefficient β_7 est respectivement de 9,077 pour le modèle 3 ($t = 3,76$; $p\text{-value} < 0,01$) et de 7,627 ($t = 2,63$; $p\text{-value} < 0,01$) pour le modèle 4. **L'hypothèse H_5 est ainsi également validée.**

Tableau 34. Les déterminants du nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (modèles 3 et 4)

Variables indépendantes	NG_OCC_ABS (Modèle 3)		NG_OCC_REL (Modèle 4)	
	Coefficient (β)	t-statistic (Student)	Coefficient (β)	t-statistic (Student)
Retrait_NG (H_1)	-0,761**	-2,88	-0,569**	-1,84
RECUR (H_2)	-1,959	-1,52	-0,054	-0,04
Bench_IBES (H_3)	1,789*	1,77	1,173	1,10
Bench_N-1 (H_3)	0,850	0,68	1,055	0,84
Convert_LOSS (H_4)	-2,094	-1,34	-2,269	-1,32
EXCEPTIONNELS (H_4)	-1,472***	-2,52	-0,893	-1,48
INCORPORELS (H_5)	9,077***	3,76	7,627***	2,63
INSTIT_MED (H_6)	-2,680**	-2,67	-2,373**	-2,06
ANALYSTES (H_7)	-0,352***	-3,30	-0,174	-1,61
ACTIF_TOTAL	3,312**	2,49	1,906	1,30
LONG_COMMUNIQUE	0,414***	5,88	0,070	1,19
MULTIPLE_NG	3,493***	3,76	2,648***	2,95
Nbr_Retrait_NG	1,354***	3,65	1,170***	3,21
Constant	-10,350	-1,24	-3,79	-0,31
Effets fixes années	OUI		OUI	
Effets fixes secteur	OUI		OUI	
Prob. > F	< 0,01		< 0,01	
Observations	569		569	
R ² ajusté	44,51 %		37,74 %	

Notes : Ce tableau présente les résultats du modèle 3 et 4. Les paramètres de ces modèles sont estimés selon la méthode des moindres carrés ordinaires (régressions OLS) à l'aide du logiciel STATA. Afin de prendre en considération la corrélation des termes d'erreur dans le temps, les erreurs standards permettant le calcul de la statistique t de Student ont été regroupées par entreprises (sur STATA : « Robust standard error clustered by firm »). Par ailleurs, ces modèles prennent en compte les effets fixes liés à l'année et au secteur d'activité.

Enfin, nous constatons que la fréquence avec laquelle sont cités les RNGAAP au sein des communiqués de presse est négativement associée à la présence d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise. Le coefficient β_8 est de -2,680 pour le modèle 3 ($t = -2,67$; p -value $< 0,05$) et de -3,373 pour le modèle 4 ($t = -2,06$; p -value $< 0,05$). **Ce résultat est conforme à l'hypothèse H_6** et suggère que le degré de sophistication des investisseurs réduit la nécessité pour les dirigeants de renforcer le message associé à la divulgation de RNGAAP, les investisseurs institutionnels étant davantage à même d'acquérir les informations privées détenues par les dirigeants. Au contraire, une telle stratégie est plus susceptible de s'adresser aux investisseurs peu sophistiqués (i.e. investisseurs individuels) qui sont les principaux utilisateurs de RNGAAP (Allee et al., 2007 ; Bhattacharya et al., 2007). Enfin, le coefficient β_9 révèle que le nombre d'occurrences des RNGAAP est négativement associé au nombre d'analystes financiers couvrant l'entreprise ($t = -3,30$; p -value $< 0,01$). Ce résultat suggère que la réduction de l'asymétrie d'information résultant de la présence d'intermédiaires financiers réduit la nécessité pour les dirigeants de présenter les RNGAAP avec proéminence (Henry et al., 2020). **L'hypothèse H_7 est ainsi validée.**

S'agissant des variables de contrôle, la taille apparaît comme un facteur déterminant en ce qui concerne le modèle 3. Le coefficient β_{10} est positif et significatif ($t = 2,49$; p -value $< 0,05$). Ce résultat est cohérent avec l'idée selon laquelle les entreprises de grande taille supportent des coûts d'agence plus importants, rendant nécessaire la communication d'un volume d'information plus conséquent (Raffournier, 1995 ; Depoers, 2000). Ces coûts peuvent découler de leur structure organisationnelle et / ou de la complexité plus grande de leurs opérations. Par exemple, les entreprises de grande taille sont plus à même d'utiliser les RNGAAP pour commenter l'information sectorielle, ce qui a pour conséquence d'accroître la fréquence avec laquelle ces indicateurs sont cités au sein des communiqués de presse. Enfin, les variables NG_OCC_ABS (modèle 3) et NG_OCC_REL (modèle 4) sont positivement associées à la divulgation de plusieurs indicateurs lors d'une même période (MULTIPLE_NG) tout comme au nombre de retraitements utilisés par les dirigeants (Nbr_Retrait_NG). Ainsi, les dirigeants citent plus fréquemment les RNGAAP lorsque ces indicateurs excluent une plus grande diversité de charges et / ou produits de leur calcul. Cela est susceptible de traduire la volonté des dirigeants de réduire l'asymétrie d'information liée à la survenance d'éléments peu pertinents.

Conclusion de la section 1

Cette deuxième sous-section avait pour objet le test des hypothèses H_1 à H_7 . Le tableau 35 synthétise les principaux résultats issus de ces tests.

La **localisation des RNGAAP** (par rapport aux résultats GAAP) au sein des communiqués de presse semble refléter un choix stratégique de la part des dirigeants. En effet, ces derniers communiquent ces indicateurs relativement plus tôt dans le but de dépeindre une meilleure image de l'entreprise et de ses résultats. Plus spécifiquement, ce choix semble être motivé par la volonté de mettre en exergue ces indicateurs dans le cas où ces derniers excèdent la prévision des analystes financiers et / ou le résultat de la période précédente. Toutefois, contrairement à nos prédictions, la faible pertinence des résultats issus de l'information règlementée et la complexité interne de l'entreprise ne semblent pas être des facteurs déterminants dans l'adoption d'une telle pratique. Dans l'ensemble, ces résultats sont cohérents avec l'idée d'une gestion des impressions visant à altérer la perception des investisseurs sur la réalité économique de l'entreprise.

Au contraire, **la répétition** (en nombre d'occurrences) des RNGAAP au sein des communiqués de presse semble plutôt refléter la volonté des dirigeants de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs. Ainsi, lorsque le résultat GAAP est peu pertinent et lorsque la complexité de l'entreprise est importante, les dirigeants ont tendance à communiquer plus fréquemment des informations relatives aux RNGAAP (de façon absolue et relativement aux résultats GAAP). En revanche, nos résultats ne semblent pas aller dans le sens d'une logique visant à dépeindre une meilleure image de l'entreprise. Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que la proéminence (en termes de répétition des RNGAAP) sert d'outil de signal pour les dirigeants visant à faciliter la prise de décision des investisseurs.

Finalement, la proéminence accordée aux RNGAAP (localisation et nombre d'occurrences) est négativement associée avec la présence d'investisseurs institutionnels. Ce résultat peut être interprété de plusieurs manières. Tout d'abord, la présence d'investisseurs sophistiqués peut jouer un rôle disciplinaire en contraignant l'utilisation de stratégies potentiellement opportunistes par les dirigeants. Par ailleurs, la présence de tels investisseurs est susceptible de réduire la nécessité pour les dirigeants de mettre en avant les RNGAAP au sein de leur communication financière. En ce sens, l'actionnariat institutionnel se substituerait à la divulgation volontaire d'information.

Tableau 35. Synthèse : test des hypothèses de recherche

N°	Variable	Influence sur la proéminence accordée aux RNGAAP	
		Localisation des RNGAAP	Nombre d'occurrences des RNGAAP
<i>H₁</i>	Ampleur des retraitements non-GAAP utilisés.	-	-
<i>H₂</i>	Utilisation de retraitements non-GAAP « récurrents ».	NS	NS
<i>H₃</i>	Divulgation de RNGAAP égal ou supérieur aux résultats cibles.	+	NS
<i>H₄</i>	Faible pertinence du résultat GAAP.	NS	+
<i>H₅</i>	Complexité interne de l'entreprise	NS	+
<i>H₆</i>	Présence d'investisseurs institutionnels au sein de l'entreprise.	-	-
<i>H₇</i>	Nombre d'analystes suivant l'entreprise.	NS	-

Note : NS = Non significatif

Section 2. Analyses complémentaires

L'objectif de cette section est de présenter les résultats issus de nos analyses complémentaires. Pour commencer, nous utiliserons une variable dépendante alternative pour mesurer la prééminence accordée aux RNGAAP (1.). Nous mesurerons ensuite l'impact de l'intervention de l'ESMA / AMF sur la prééminence accordée aux RNGAAP au sein des communiqués de presse (2.).

1. Variable dépendante alternative : présence du RNGAAP dans le titre du communiqué

Afin d'affiner les résultats principaux de cette étude, nous conduisons des nouveaux tests en prenant en considération une nouvelle variable dépendante, considérée dans la littérature comme reflétant une mesure extrême de prééminence : la présence de RNGAAP dans le titre du communiqué de presse (Marques, 2010).

1.1. Présentation du modèle 5

$$\begin{aligned}
 & \text{(Modèle 5)} \\
 & \text{LOGIT} \left[\frac{\text{Pr.}(NG_LOC_TITRE = 1)}{1 - \text{Pr.}(NG_TITRE = 1)} \right] = \alpha + \beta_1 * \text{Retrait_NG}_{it} + \beta_2 * \text{RECUR}_{it} + \beta_3 * \text{Bench_IBES}_{it} \\
 & + \beta_4 * \text{Bench_N-1}_{it} + \beta_5 * \text{Convert_LOSS}_{it} + \beta_6 * \text{EXCEPTIONNELS}_{it} + \\
 & \beta_7 * \text{INCORPORELS}_{it} + \beta_8 * \text{INSTIT_MED}_{it} + \beta_9 * \text{ANALYSTES}_{it} + \\
 & \beta_{10} * \text{ACTIF_TOTAL}_{it} + \beta_{11} * \text{LONG_COMMUNIQUE}_{it} + \beta_{12} * \text{MULTIPLE_NG}_{it} + \\
 & \beta_{13} * \text{Nbr_Retrait_NG} + \text{SECTEUR} + \text{ANNEE} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Avec : NG_LOC_TITRE = 1 si RNGAAP présent dans le titre et 0 sinon ; Retrait_NG = NG – GAAP ; RECUR = 1 si l'entreprise utilise un retraitement récurrent (charges de dépréciations / amortissement, charges liées à la rémunération en actions, charges liées aux provisions pour retraites) et 0 sinon ; Bench_IBES = 1 si NG > au consensus de prévision des analystes financiers et 0 sinon ; Bench_N-1 = 1 si NG > au résultat GAAP de la période précédente et 0 sinon ; Loss_Convert = 1 si NG > à 0 et 0 sinon ; EXCEPTIONNELS = Montant des éléments exceptionnels au sein du compte de résultat par action ; INCORPORELS = Actifs incorporels / Total actif immobilisé ; INSTIT_MED = 1 si la part détenue par les investisseurs institutionnels > valeur médiane de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et 0 sinon ; ACTIF_TOTAL = Logarithme du total actif ; ANALYSTES = Nombre d'analystes couvrant l'entreprise ; MULTIPLE_NG = 1 si l'entreprise divulgue plusieurs RNGAAP sur une même période et 0 sinon ; Nbr_Retrait_NG = Nombre de retraitements effectués sur la période.

Le modèle 5 (présenté ci-dessus) consiste donc en une régression logistique dans laquelle la variable dépendante (NG_LOC_TITRE) prend la valeur 1 lorsque le RNGAAP est présenté dans le titre du communiqué de presse et 0 dans le cas contraire. Les variables indépendantes sont quant à elles les mêmes que celles utilisées dans les précédents modèles de régression.

1.2. Estimation des paramètres du modèle 5

Le tableau 36 présente les résultats du modèle 5. Les coefficients (et la statistique z) sont présentés dans la première colonne. Afin de faciliter l'interprétation des résultats, les effets marginaux des variables indépendantes sont présentés dans la deuxième colonne. L'effet marginal correspond à l'impact (en pourcentage) de la variation d'une unité d'une variable indépendante sur la variable dépendante (i.e. probabilité pour une entreprise de divulguer un RNGAAP dans le titre du communiqué)¹²³.

Tout d'abord, on peut constater que la proéminence accordée aux RNGAAP est négativement associée à l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés par les dirigeants. Plus spécifiquement, le tableau 36 révèle que les entreprises sont moins enclines à présenter les RNGAAP dans le titre du communiqué à mesure que la variable *Retrait_NG* augmente. Le coefficient β_1 est de -0,339 ($z = -3,91$; $p\text{-value} < 0,01$). La significativité économique de cet effet apparaît toutefois relativement modérée : la variation d'une unité de la variable *Retrait_NG* entraîne une diminution de seulement 4 % de la probabilité pour une entreprise d'inclure le RNGAAP dans le titre du communiqué. Ce résultat va encore une fois de plus dans le sens inverse à notre hypothèse, qui prédisait un effet positif de l'ampleur de ces retraitements sur la proéminence de divulgation. Néanmoins, **l'hypothèse H_1 est validée.**

Les résultats montrent par ailleurs que la variable dépendante est négativement associée à l'utilisation de retraitements récurrents (variable *RECUR*). Le coefficient β_2 est de -1,102 ($z = -2,21$; $p\text{-value} < 0,05$) avec un effet marginal de -0,130. En d'autres termes, les entreprises utilisant des retraitements récurrents lors du calcul des RNGAAP sont 13 % moins enclines à présenter les RNGAAP dans le titre du communiqué de presse. Cet effet va dans le sens inverse de nos prédictions **et nous conduit à valider l'hypothèse H_2 .**

¹²³ Pour les variables dichotomiques, l'effet marginal correspond à l'impact du passage de la valeur 0 à 1 sur la probabilité pour une entreprise de divulguer un RNGAAP dans le titre du communiqué.

Tableau 36. Analyse complémentaire : présence de RNGAAP dans le titre du communiqué

Variables indépendantes	NG_LOC_TITRE	
	Coefficient (z-statistic)	Effets marginaux ($\Delta Y / \Delta X$)
Retrait_NG (H_1)	-0,339 (-3,91)***	-0,040
RECUR (H_2)	-1,102 (-2,21)**	-0,130
Bench_IBES (H_3)	0,259 (0,77)	
Bench_N-1 (H_3)	0,543 (1,50)	0,065
Convert_LOSS (H_4)	1,090 (1,77)**	0,178
EXCEPTIONNELS (H_4)	-0,292 (-1,80)*	0,033
INCORPORELS (H_5)	1,055 (1,07)	0,124
INSTIT_MED (H_6)	-1,573 (-3,70)***	-0,189
ANALYSTES (H_7)	0,009 (0,24)	0,001
ACTIF_TOTAL	-0,795 (-1,60)	-0,097
LONG_COMMUNIQUE	-0,006 (-0,39)	-0,008
MULTIPLE_NG	0,742 (2,04)**	0,089
Nbr_Retrait_NG	0,262 (2,05)**	0,032
Constante		
Effets fixes années	OUI	
Effets fixes secteur	OUI	
% Classification correcte	91,42 %	
Qualité de l'ajustement	409,85***	
Prob. > Chi ²	< 0,01	
Observations	569	
Pseudo R ²	17,98 %	

Notes : Ce tableau présente les résultats du modèle 5. Les paramètres de ce modèle sont estimés selon la méthode LOGIT à l'aide du logiciel STATA. Afin de prendre en considération la corrélation des termes d'erreur dans le temps, les erreurs standards permettant le calcul de la statistique t de Student ont été regroupées par entreprises (sur STATA : « Robust standard error clustered by firm »). Par ailleurs, ces modèles prennent en compte les effets fixes liés à l'année et au secteur d'activité.

De plus, contrairement aux résultats relatifs à la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse (modèle 1 et 2), l'atteinte de résultats cibles ne semble pas être un facteur incitant les dirigeants à présenter les RNGAAP dans le titre du communiqué de presse. Les coefficients des variables Bench_IBES (β_3) et Bench_N-1 (β_4) n'apparaissent pas significatifs dans notre modèle de régression logistique. **L'hypothèse H_3 est donc rejetée.** Dans l'ensemble, le fait de présenter les RNGAAP dans le titre du communiqué ne semble pas motivé par la volonté de dépendre des résultats plus élevés. Au contraire, il semblerait que les dirigeants réduisent le montant des retraitements exclus en cas d'adoption d'une telle stratégie. De plus, les variables mesurant les stratégies « agressives » de divulgation (retraitements

récurrents, retraitements permettant d'atteindre et / ou de dépasser les résultats cibles) ne sont pas significatives ou ne vont pas dans le sens prédit.

A contrario, un certain nombre des variables reflétant une logique informative de divulgation apparaissent conformes à nos prédictions. Il apparaît par exemple que les entreprises convertissant une perte comptable GAAP en profit non-GAAP (variable Loss_Convert) soient plus enclines à inclure ces indicateurs dans le titre du communiqué : le coefficient β_5 est ainsi de 1,090 ($z = 1,87$; $p\text{-value} < 0,05$). L'effet marginal de celui-ci est par ailleurs conséquent (17,80 %). Selon Leung et Veenman (2018), les entreprises enregistrant des pertes comptables présentent des résultats normalisés très peu pertinents. Ainsi, ces résultats suggèrent que la proéminence extrême des RNGAAP au sein des communiqués de presse reflète davantage une logique informative de la part des dirigeants visant à réduire l'asymétrie d'information. De la même façon, la proéminence accordée aux RNGAAP s'avère statistiquement associée à la présence d'éléments exceptionnels survenus au cours de l'exercice, traduisant la volonté des dirigeants de mettre en exergue les éléments peu pertinents pour la prise de décision des investisseurs. Dans l'ensemble, ces résultats nous permettent **de valider l'hypothèse H_4** . En revanche, la complexité interne de l'entreprise ne semble pas affecter la propension des dirigeants à inclure les RNGAAP dans le titre du communiqué, comme l'atteste le coefficient β_7 non significatif. **L'hypothèse H_5 est donc rejetée.**

Finalement, conformément aux résultats constatés précédemment, la présence d'une part importante d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise semble dissuader la présentation des RNGAAP avec proéminence : le coefficient β_8 est négatif à -1,573 ($z = -3,70$; $p\text{-value} < 0,01$). Ainsi, les entreprises détenues par une part importante d'investisseurs institutionnels sont 19 % moins enclines à présenter les RNGAAP directement dans le titre du communiqué. Ce résultat vient conforter les constatations commentées plus haut et suggère que la présence d'investisseurs sophistiqués réduit la nécessité pour les dirigeants de mettre en avant les RNGAAP, ces derniers disposant de l'expertise nécessaire pour comprendre les implications économiques liées à ces indicateurs. **L'hypothèse H_6 est donc validée.** En revanche, le nombre d'analystes suivant l'entreprise n'est pas associé avec la présentation des RNGAAP dans le titre du communiqué de presse, ce qui nous conduit à **rejeter l'hypothèse H_7** .

Parmi les variables de contrôle incluses dans le modèle 5, on peut constater que les variables MULTIPLE_NG et Nbr_Retrait_NG sont statistiquement associées à la proéminence de divulgation. Celles-ci présentent un coefficient positif de respectivement 0,742 ($z = 2,04$; $p\text{-value} < 0,05$) et 0,262 ($z = 2,05$; $p\text{-value} < 0,05$). Ce résultat est susceptible de refléter la

volonté des dirigeants de réduire l'asymétrie d'information liée à la grande diversité d'éléments non-récurrents survenus au cours de l'exercice. Finalement, ni la taille de l'entreprise ni la longueur du communiqué n'impactent notre variable dépendante.

En définitive, ces constatations nous permettent d'affiner les résultats principaux de notre étude. Si la présentation des RNGAAP plus tôt au sein des communiqués de presse (par rapport au résultat GAAP) apparaît comme un outil de gestion des impressions (cf. modèle 2), il semble que cette conclusion ne soit plus vérifiée pour les formes les plus extrêmes de proéminence. Ainsi, les entreprises excluant une plus grande ampleur d'éléments du calcul des RNGAAP et / ou utilisant des retraitements récurrents sont moins à même de présenter les RNGAAP dans le titre du communiqué de presse. L'atteinte / dépassement de résultats cibles ne semble pas non plus être un facteur expliquant l'utilisation d'une telle stratégie. D'un point de vue théorique, cela peut s'expliquer par le fait que les dirigeants puissent craindre les coûts potentiels résultant de l'utilisation de stratégies agressives (Guillamon-Saorin et al., 2017).

A contrario, la présentation des RNGAAP directement dans le titre de communiqué de presse reflète principalement une volonté de mieux informer les investisseurs (logique informative). En effet, les dirigeants semblent davantage enclins à adopter une telle stratégie lorsque les résultats issus de l'information règlementée sont peu pertinents (ex : présence d'une perte comptable, présence d'éléments exceptionnels au sein du compte de résultat). Dans un tel cas de figure, les investisseurs peuvent se trouver en incapacité d'allouer correctement leurs ressources et / ou d'évaluer les efforts entrepris par les dirigeants dans leur gestion de l'entreprise. La proéminence apparaît ainsi comme un outil permettant de réduire l'asymétrie d'information et de signaler plus efficacement les informations privées à la connaissance des dirigeants (i.e. éléments non-récurrents).

2. Impact de l'intervention de l'ESMA / AMF

Compte tenu de la mise en place des « *orientations relatives aux Indicateurs Alternatifs de Performance* » par l'ESMA en 2015 (et transposées en France par l'AMF), il nous semble pertinent de mesurer si cette intervention a impacté la propension des entreprises à présenter les RNGAAP avec proéminence. Les modèles 1 à 4 sont ainsi reconduits en introduisant une nouvelle variable (REGUL) codée 1 pour les entreprises années se situant après 2015 et 0 dans le cas contraire.

Les tableaux 37 et 38 présentent respectivement les résultats relatifs à l'impact de la régulation sur : (i) la localisation des RNGAAP (NG_LOC_ABS et NG_LOC_REL) et (ii) le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (NG_OCC_ABS et NG_OCC_REL).

Le tableau 37 révèle tout d'abord l'absence d'impact de la régulation sur le choix de localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse. La variable REGUL présente un coefficient β_9 de 3,319 pour le modèle 6 et de 3,037 pour le modèle 7. Ces coefficients ne sont toutefois pas statistiquement significatifs. Ces résultats sont cohérents avec les tests univariés réalisés dans la section 2 du chapitre 4 et suggèrent que les recommandations émises par le régulateur européen n'ont pas eu les effets escomptés en ce qui concerne cette dimension de la divulgation de RNGAAP. Comme l'a indiqué l'ESMA dans un récent rapport, les modalités de présentation de ces indicateurs sont parmi les plus difficilement appliquées par les entreprises. Une des raisons avancées a trait au caractère flou et limité du texte de référence, laissant aux dirigeants une marge d'interprétation considérable (ESMA, 2019). En outre, certaines entreprises se disent peu enclines à laisser de côté leurs pratiques de communication mises en place depuis longtemps.

Au contraire, l'intervention de l'ESMA semble avoir eu un effet sur le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse. Comme le montre le tableau 38, la variable REGUL présente un coefficient significatif au seuil de 5 % pour chacun des deux modèles (proéminence absolue et relative). Le signe de ce coefficient est positif ce qui suggère que les RNGAAP divulgués après 2015 sont cités plus fréquemment que les RNGAAP divulgués avant 2015. Ainsi, ce résultat suggère un effet contraire aux attentes du régulateur européen. Cependant, compte tenu de nos résultats précédents, une telle évolution nous apparaît peu cohérente avec une volonté d'altérer la perception des investisseurs. Au contraire, il est possible que l'intervention de l'ESMA ait permis de crédibiliser l'information communiquée, confortant ainsi les « bonnes » entreprises à mettre davantage en exergue les RNGAAP au sein des communiqués de presse. En outre, il est possible que ce résultat soit une conséquence indirecte de l'accroissement de la transparence observée après 2015. Par exemple, l'obligation de réconciliation peut avoir conduit les entreprises à davantage expliquer les modalités de calcul des RNGAAP, conduisant mécaniquement à une augmentation du nombre d'occurrences de ces indicateurs au sein des communiqués de presse.

Tableau 37. Impact de la régulation sur la localisation des RNGAAP

Variables indépendantes	NG_LOC_ABS (Modèle 6)		NG_LOC_REL (Modèle 7)	
	Coefficient (β)	t-statistic (Student)	Coefficient (β)	t-statistic (Student)
Retrait_NG	-0,160**	-2,85	-0,094*	-1,86
RECUR	-6,134	-1,60	-4,526	-1,13
BenchIBES	2,104	0,83	4,772**	1,96
Bench_N-1	1,923	0,60	5,221**	2,01
Convert_LOSS	-5,200	-0,95	2,100	0,39
EXCEPTIONNELS	-0,097*	-1,72	-0,004	-0,07
INCORPORELS	-0,078	-1,29	-0,028	-0,38
INSTIT_MED	-4,958*	-1,66	-4,422	-1,63
REGUL	3,319	1,05	3,037	1,03
ACTIF_TOTAL	0,034	0,40	-0,009	-0,11
ANALYSTES	0,029	0,34	-0,005	-0,06
LONG_COMMUNIQUE	-0,158**	--2,38	0,006	0,10
MULTIPLE_NG	7,325**	2,34	8,005**	2,30
Nbr_Retrait_NG	0,047	0,57	0,102	1,37
Constante	68,794***	8,78	71,067***	8,47
Effets fixes années	NON		NON	
Effets fixes secteur	OUI		OUI	
Prob. > F	< 0,01		< 0,01	
Observations	569		569	
R ² ajusté	18,03 %		18,01 %	

Notes : Ce tableau présente les résultats du modèle 6 et 7. Les paramètres de ces modèles sont estimés selon la méthode des moindres carrés ordinaires (régressions OLS) à l'aide du logiciel STATA. Afin de prendre en considération la corrélation des termes d'erreur dans le temps, les erreurs standards permettant le calcul de la statistique t de Student ont été regroupées par entreprises (sur STATA : « Robust standard error clustered by firm »). Par ailleurs, ces modèles prennent en compte les effets fixes liés au secteur d'activité.

Tableau 38. Impact de la régulation sur le nombre d'occurrences des RNGAAP

Variables indépendantes	NG_OCC_ABS (Modèle 8)		NG_OCC_REL (Modèle 9)	
	Coefficient (β)	t-statistic (Student)	Coefficient (β)	t-statistic (Student)
Retrait_NG	-0,800 **	-2,19	-0,555	-1,67
RECUR	-1,596	-0,86	0,047	0,04
BenchIBES	1,808	1,78	1,179	1,15
Bench_N-1	0,839	0,69	0,970	0,79
Convert_LOSS	-1,980	-1,18	-2,299	-1,40
EXCEPTIONNELS	-1,439**	-1,75	-0,888	-1,50
INCORPORELS	10,220**	2,54	7,513**	2,56
INSTIT_MED	-2,510*	-1,79	-2,360**	-2,11
ANALYSTES	-0,360**	-2,10	-0,16	-1,63
REGUL	2,193**	2,07	2,120**	1,96
ACTIF_TOTAL	3,309	1,58	1,806	1,30
LONG_COMMUNIQUE	0,421***	3,61	0,070	1,22
MULTIPLE_NG	3,426**	2,18	2,545***	2,8
Nbr_Retrait_NG	1,311**	2,12	1,169***	3,22
Constante	-9,270	-0,64	-2,328	-0,28
Effets fixes années	NON		NON	
Effets fixes secteur	OUI		OUI	
Prob. > F	< 0,01		< 0,01	
Observations	569		569	
R ² ajusté	44,97 %		38,04 %	

Notes : Ce tableau présente les résultats du modèle 7 et 8. Les paramètres de ces modèles sont estimés selon la méthode des moindres carrés ordinaires (régressions OLS) à l'aide du logiciel STATA. Afin de prendre en considération la corrélation des termes d'erreur dans le temps, les erreurs standards permettant le calcul de la statistique t de Student ont été regroupées par entreprises (sur STATA : « Robust standard error clustered by firm »). Par ailleurs, ces modèles prennent en compte les effets fixes liés au secteur d'activité.

Conclusion de la section 2

L'objectif de cette section était de présenter les résultats des analyses complémentaires relatives à la deuxième question de recherche. Plusieurs points semblent mériter de faire l'objet de commentaires.

Pour commencer, les tests portant sur notre variable dépendante alternative permettent de tempérer les conclusions énoncées dans les résultats principaux. Bien que le fait de présenter les RNGAAP plus tôt au sein des communiqués de presse reflète en moyenne une volonté de dépeindre une meilleure image de l'entreprise, cette tendance n'est plus constatée pour les RNGAAP présentés dès le titre du communiqué de presse. En effet, les entreprises accordant une proéminence « extrême » aux RNGAAP apparaissent moins enclines à utiliser des retraitements récurrents lorsqu'elles calculent les RNGAAP. De plus, les dirigeants apparaissent plus à même à adopter une telle pratique lorsque les résultats issus de l'information règlementée sont peu pertinents, suggérant une logique visant à réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs.

L'intervention de l'ESMA / AMF ne semble pas avoir eu d'impact en ce qui concerne la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse. Après 2015, les dirigeants continuent de présenter les RNGAAP relativement plus tôt que les résultats issus de l'information règlementée, ce qui confirme nos observations présentées dans le chapitre 4. D'autre part, nos résultats révèlent que la mise en place de la régulation s'est traduite par une augmentation de la fréquence avec laquelle les RNGAAP sont cités au sein des communiqués de presse. Toutefois, compte tenu des résultats principaux exposés dans la section 1, cette évolution nous apparaît peu cohérente avec une volonté d'altérer la perception des investisseurs. Au contraire, il est possible que l'intervention de l'ESMA ait permis de crédibiliser l'information communiquée, en encourageant les entreprises à davantage mettre l'accent sur ces indicateurs. Dans l'ensemble, nos résultats suggèrent que contrairement aux États-Unis (mise en place de la Reg. G et de l'item 10 de la Reg. S-K), les orientations de l'ESMA / AMF n'ont pas eu les effets escomptés. Alors que la diminution de la proéminence des RNGAAP constitue l'une des ambitions du régulateur européen, le cadre règlementaire mis en place en 2015 apparaît relativement peu efficace en ce qui concerne cet aspect de la divulgation de RNGAAP.

Section 3. Synthèse et discussion des résultats

L'objectif de cette section est de synthétiser et de discuter les résultats de la deuxième question de recherche de la thèse. Nous commencerons par démêler les motivations ambivalentes incitant les dirigeants à présenter les RNGAAP avec proéminence dans leur communication financière (1.). Dans un second temps, nous soulignerons le rôle joué par l'actionnariat institutionnel, les analystes financiers et la régulation sur une telle pratique (2.).

1. La proéminence accordée aux RNGAAP : une pratique reflétant des motivations ambivalentes

La proéminence accordée aux RNGAAP au sein des communiqués de presse reflète des motivations ambivalentes de la part des dirigeants. Bien que cette pratique réponde à une volonté de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise (1.1.), elle constitue également un outil permettant aux dirigeants de signaler des informations privées aux investisseurs, réduisant ainsi l'asymétrie d'information au sein de l'entreprise (1.2.).

1.1. La localisation des RNGAAP : une stratégie de gestion des impressions

Les motivations incitant les dirigeants à présenter les RNGAAP plus tôt au sein de la communication financière demeurent à ce jour encore floues. Pour une partie de la littérature, une telle pratique viserait à dépeindre une image plus favorable de l'entreprise et / ou d'occulter les résultats issus de l'information règlementée (Bowen et al., 2005 ; Marques, 2010 ; Cameron et al., 2012). Par exemple, Marques (2010) documente qu'une proportion considérable des RNGAAP divulgués avec proéminence présentent un montant supérieur au consensus de prévisions des analystes financiers. Par ailleurs, Cameron et al. (2012) et Henry et al. (2020) montrent que les dirigeants ont tendance à présenter les RNGAAP avant le résultat GAAP lorsque les premiers suivent une tendance plus favorable que les seconds par rapport à l'exercice précédent.

Dans la lignée de ces travaux, nos résultats révèlent que l'atteinte / dépassement de résultats cibles constitue un facteur déterminant du choix des dirigeants d'accorder une plus grande proéminence aux RNGAAP. Ainsi, le fait de divulguer un RNGAAP égal ou supérieur à la

prévision des analystes financiers et / ou au résultat GAAP de la période précédente est positivement associé au degré de localisation *relatif* des RNGAAP. En d'autres termes, dans un tel cas de figure, les dirigeants présentent les RNGAAP plus tôt au sein des communiqués de presse en comparaison au résultat GAAP. Ces résultats corroborent l'idée d'une logique opportuniste de la part des dirigeants. Lorsque les résultats normalisés tombent en deçà des attentes du marché financier, les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants sont particulièrement élevés (Graham et al., 2005). Cette situation peut inciter ces derniers à user de leur discrétion pour présenter l'information de façon à altérer la perception des investisseurs (Godfrey et al., 2003). Ainsi, la mise en exergue des RNGAAP peut être un moyen d'accentuer le message associé à la divulgation d'une nouvelle favorable (RNGAAP supérieur aux résultats cibles) tout en détournant l'attention des investisseurs d'une nouvelle défavorable (résultat GAAP inférieur aux résultats cibles). En effet, les investisseurs, notamment les moins sophistiqués semblent être influencés par la proéminence accordée aux RNGAAP : ces derniers évaluent plus fortement les entreprises dont les RNGAAP sont présentés relativement plus tôt au sein des communiqués de presse (Elliott, 2006). Par conséquent, les dirigeants peuvent bénéficier de récompenses de la part du marché financier (ex : hausse du cours de l'action) et / ou éviter de potentielles sanctions (ex : révocation, diminution de leur rémunération) (Bartov et al., 2002 ; Kasznik et McNichols, 2002 ; Graham et al., 2005 ; Shanthikumar, 2012).

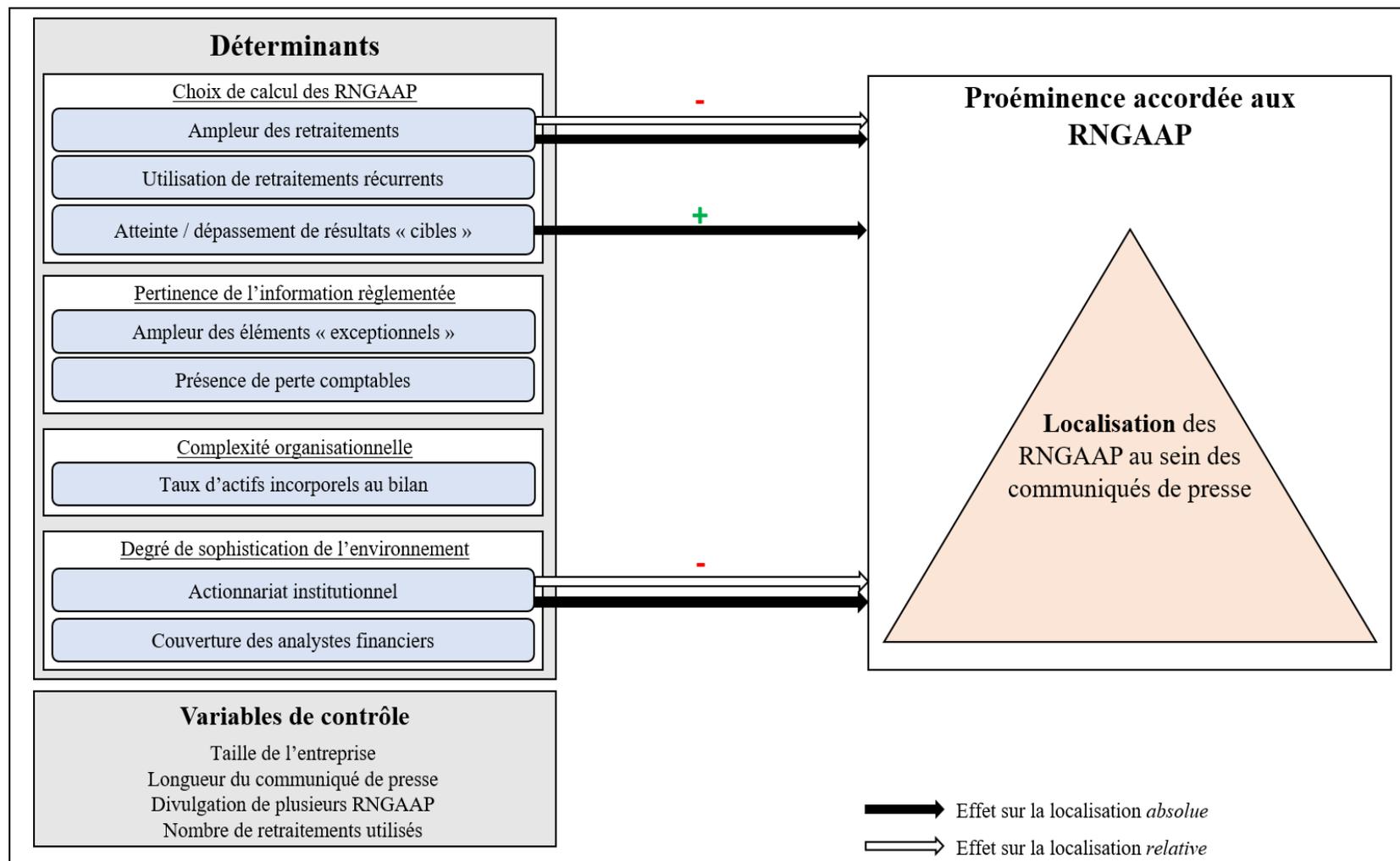
Toutefois, contrairement aux résultats de Chen et al. (2020), la visibilité particulière accordée aux RNGAAP ne semble pas être associée à une utilisation « agressive » des retraitements non-GAAP (i.e. utilisation de retraitements récurrents). Ces résultats peuvent être dus à la crainte ressentie par les dirigeants qu'une telle stratégie soit perçue comme opportuniste par les investisseurs (Black et al., 2012 ; Guillamon-Saorin et al., 2017). Auquel cas, les entreprises utilisant ces types de retraitements opteraient pour plus de sobriété dans la façon de présenter ces indicateurs de façon à éviter de potentielles conséquences négatives du marché financier (ex : baisse du cours de l'action) ou des actionnaires (ex : révocation). Par ailleurs, nous constatons que la présentation des RNGAAP dès le titre du communiqué n'est plus associée à l'atteinte / dépassement de résultats cibles. Plus important, les dirigeants sont significativement moins enclins à utiliser des retraitements récurrents dans un tel cas de figure. Ainsi, la présentation des RNGAAP dès le titre du communiqué semble plutôt refléter une logique informative de la part des dirigeants. Ceux-ci semblent davantage enclins à adopter une telle stratégie lorsque les résultats issus de l'information réglementée sont peu pertinents (ex :

présence d'une perte comptable, présence d'éléments exceptionnels au sein du compte de résultat).

Par ailleurs, contrairement aux constatations de Bowen et al. (2005) et de Henry et al. (2020) aux États-Unis, nos résultats ne semblent pas cohérents avec une pratique « informative » de la part des dirigeants, dont le but viserait à réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs. En effet, ni la faible pertinence des résultats issus de l'information règlementée (reflétée par l'ampleur des éléments exceptionnels et la présence de pertes comptables), ni la complexité interne de l'entreprise (reflétée par le taux d'actifs incorporels au bilan) ne permettent d'expliquer la décision des dirigeants d'accorder plus de proéminence aux RNGAAP. Ce résultat peut être le fait des différences institutionnelles existantes entre la France et les États-Unis. Les pays de droit civil (tel que la France) sont caractérisés par une place moins importante des marchés financiers et une protection moins forte des actionnaires minoritaires (La Porta et al., 2000). La demande en informations y est moins importante, tout comme le risque de sanction disciplinaire de la part des investisseurs. Dans ce contexte, les dirigeants disposent de moins d'incitations à réduire l'asymétrie d'information, *via* par exemple la divulgation de RNGAAP (Isidro et Marques, 2015).

En définitive, la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse relève le plus souvent d'un choix stratégique de la part des dirigeants. Lorsque les résultats issus de l'information règlementée ne sont pas satisfaisants (i.e. résultat GAAP inférieur aux résultats cibles), ces derniers présentent les RNGAAP relativement plus tôt dans le but de dépeindre une meilleure image de l'entreprise. Dans l'ensemble, cela est cohérent avec l'idée selon laquelle la proéminence accordée aux RNGAAP refléterait une stratégie de *gestion des impressions* de la part des dirigeants (Marques, 2010 ; Guillamon-Saorin et al., 2017). Toutefois, nos résultats suggèrent qu'au-delà d'un certain degré de proéminence, les motivations des dirigeants relèvent d'une logique inverse. Ainsi, la présentation des RNGAAP dès le titre du communiqué (i.e. proéminence « extrême ») semble davantage refléter la volonté d'informer les investisseurs lorsque l'asymétrie d'information est particulièrement élevée (Bowen et al., 2005). Dans le même temps, cette présentation dans le titre du communiqué est associée à une moindre utilisation de retraitements récurrents (Chen et al., 2020). Cela suggère l'existence d'un seuil au-dessus duquel les coûts potentiels liés à la gestion des impressions (ex : sanctions de la part des investisseurs) s'avèrent supérieurs aux bénéfices retirés de celle-ci (ex : hausse du cours de l'action).

Figure 18. Déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP (1/2)



1.2. La répétition des RNGAAP : un signal sur la qualité de l'entreprise

D'un point de vue théorique, la fréquence avec laquelle sont cités les RNGAAP au sein des communiqués de presse peut répondre à des logiques différentes. Dans une logique informative, la répétition d'une information est supposée accroître la portée du message transmis par l'entreprise et améliorer la compréhensibilité de celui-ci par les destinataires de l'information (Courtis, 2004 ; Davison, 2008 ; Merkl-Davies et Brennan, 2011). Dans ce cadre, une telle pratique permettrait aux dirigeants de signaler plus efficacement les informations privées à leur connaissance, contribuant à réduire l'asymétrie existante au sein de l'entreprise.

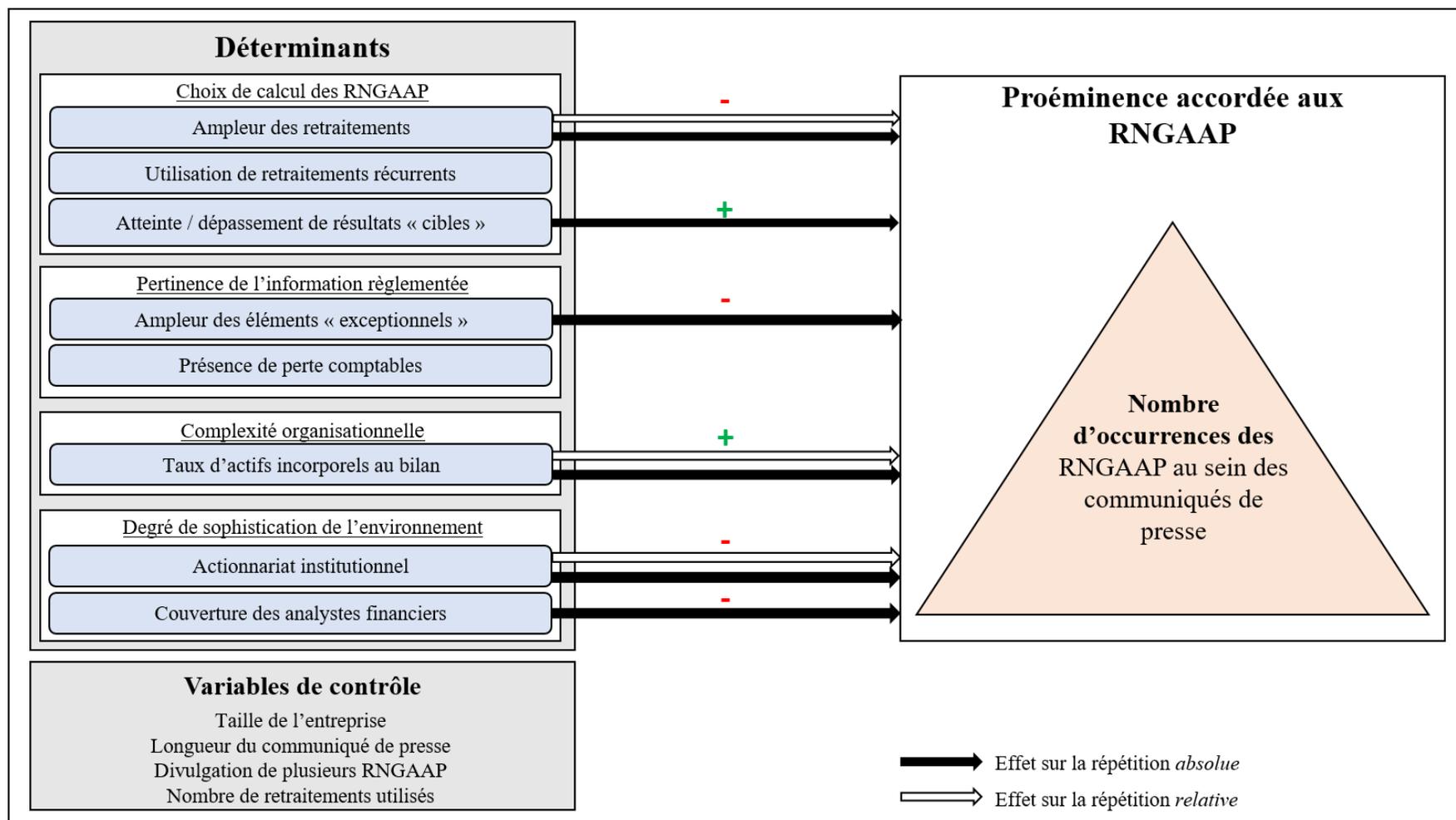
Dans l'ensemble, nos résultats semblent concorder avec cette première explication. Ainsi, nous constatons que la fréquence avec laquelle sont cités les RNGAAP (en nombre d'occurrences) est significativement plus importante lorsque les résultats issus de l'information règlementée sont peu pertinents (i.e. présence d'éléments exceptionnels au sein du compte de résultat) et lorsque la complexité interne de l'entreprise est importante (i.e. taux d'actifs incorporels au bilan). Ces deux facteurs sont susceptibles d'accroître l'asymétrie d'information, et par conséquent, la capacité des investisseurs à correctement allouer leurs ressources (risque de sélection adverse). Ils contribuent également à l'augmentation des conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires, en réduisant la capacité des derniers à correctement évaluer la gestion des ressources allouées aux premiers. Etudiant la divulgation de RNGAAP dans le cadre de « *conference-calls* » auprès d'analystes financiers, Henry et al. (2020) constatent que les dirigeants sont plus enclins à citer fréquemment les RNGAAP (relativement au résultat GAAP) dans les entreprises du secteur de la haute-technologie et en présence d'éléments exceptionnels au sein du compte de résultat (deux *proxies* de la faible pertinence). Ainsi, nos résultats permettent de généraliser ces constatations aux RNGAAP divulgués au sein des communiqués de presse. Plus généralement, ces résultats s'inscrivent dans la lignée des travaux portant sur la répétition de l'information comptable dans la communication financière des entreprises (Davison, 2008 ; Merkley, 2014). Par exemple, Merkley (2014) constate que la répétition d'informations portant sur les dépenses de R&D reflète la volonté de réduire l'incertitude des investisseurs relatives à de telles charges. De la même façon, Davison (2008) montre que la répétition permet de mettre en exergue les informations relatives aux actifs incorporels, dont la réalité économique est difficilement traduite par l'information règlementée.

Cependant, la répétition des RNGAAP est également susceptible de refléter une logique opportuniste. Dans ce cadre, cette pratique s'apparente plutôt à une stratégie de gestion des

impressions visant à influencer la perception des investisseurs sur la réalité économique de l'entreprise. Ainsi, la répétition de nouvelles favorables peut servir à dissimuler les mauvais résultats de l'entreprise et / ou pour les dirigeants à attribuer les bonnes performances de celle-ci à leur crédit (Merkl-Davies et Brennan, 2011 ; Cazier et Pfeiffer, 2017). En outre, des travaux ont montré que la répétition d'une grande quantité d'information pouvait créer du « bruit » et accroître l'opacité du message communiqué par l'entreprise (Davison, 2008).

Pourtant, nos résultats ne vont pas dans le sens d'une telle logique. En effet, nous constatons que le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse se trouve être négativement associée avec l'ampleur des retraitements non-GAAP utilisés. En d'autres termes, plus les éléments exclus du calcul des RNGAAP sont importants, moins ces indicateurs sont cités fréquemment au sein des communiqués. Par ailleurs, la mise en avant des RNGAAP n'est pas non plus associée à une utilisation « agressive » des retraitements non-GAAP par les dirigeants. Ainsi, ces derniers ne semblent pas plus enclins à citer plus fréquemment ces indicateurs en cas d'utilisation de retraitements récurrents (ex : charges de dépréciation / amortissement). Enfin, cette pratique ne semble pas motivée par une volonté d'atteindre / dépasser des résultats cibles. Cela est valable à la fois pour la prévision des analystes financiers et le résultat de la période précédente. Ainsi, contrairement aux constatations de Henry et al. (2020), il semble que la répétition des RNGAAP par les dirigeants ne soit pas motivée par la volonté de mettre l'accent sur ces indicateurs lorsque ces derniers sont d'un montant plus important que le résultat GAAP et / ou pour détourner l'attention des investisseurs des résultats issus de l'information règlementée.

Figure 19. Déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP (2/2)



2. L'influence de l'actionnariat institutionnel et des analystes financiers

Nos résultats mettent en évidence le rôle joué par l'actionnariat institutionnel (2.1.) et les analystes financiers sur la proéminence accordée aux RNGAAP (2.2.).

2.1. L'actionnariat institutionnel

Bien que la littérature antérieure ait mis en évidence le rôle joué par l'actionnariat institutionnel sur le volume et la qualité de la divulgation volontaire des entreprises (Koh, 2003 ; Ajinkya et al., 2005 ; Lakhal, 2006 ; Bebchuk et al., 2017), la question de l'influence de ces investisseurs « sophistiqués » sur les choix de présentation des RNGAAP, notamment sur la proéminence accordée à ces indicateurs, demeure assez peu étudiée. Conformément à nos prédictions, nos résultats révèlent que celle-ci est négativement associée à la présence d'une part importante d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise. Cela est vrai pour nos deux mesures de proéminence (degré de localisation des RNGAAP et nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse). Compte tenu des résultats exposés précédemment, ces constatations permettent d'apporter un double éclairage sur le plan théorique.

Pour commencer, l'impact négatif observé sur le degré de *localisation* des RNGAAP au sein des communiqués de presse apparaît cohérent avec le rôle disciplinaire des investisseurs institutionnels sur la divulgation de RNGAAP. Nous avons vu que cet aspect de la proéminence reflétait principalement une logique opportuniste de la part de ces derniers (volonté d'atteindre / dépasser les résultats cibles). Or, de par leur expertise en matière comptable et financière, les investisseurs institutionnels sont en capacité d'identifier les intentions des dirigeants et de sanctionner leurs pratiques potentiellement opportunistes (Black et al., 2012 ; Christensen et al., 2014 ; Guillamon-Saorin et al., 2017). Par exemple, Guillamon-Saorin et al. (2017) constatent que la divulgation de RNGAAP couplée à l'utilisation de techniques de gestion des impressions se traduit par une réaction négative du marché financier en présence de tels investisseurs. En phase avec cette logique, nos résultats suggèrent que l'actionnariat institutionnel permet de contraindre l'adoption par les dirigeants de pratiques susceptibles d'induire en erreur les investisseurs. Ce rôle disciplinaire a été mis en évidence par Jennings et Marques (2011). Ces derniers ont montré que la présence d'investisseurs institutionnels était associée à l'utilisation de retraitements non-GAAP de meilleure qualité (i.e. plus transitoires) et à une diminution des retraitements permettant l'atteinte / dépassement de résultats cibles. Ainsi,

nos résultats sont cohérents avec la théorie de l'agence, selon laquelle les dispositifs de gouvernance d'entreprise permettent de réduire les comportements opportunistes découlant des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires.

Par ailleurs, l'impact négatif observé sur le *nombre d'occurrences* de RNGAAP au sein des communiqués de presse est plutôt cohérent avec l'idée selon laquelle la divulgation volontaire et la gouvernance d'entreprise seraient deux mécanismes substituables. Nos résultats indiquent que les dirigeants ont tendance à citer plus fréquemment les RNGAAP dans le but de réduire l'asymétrie d'information liée à la faible pertinence de l'information réglementée et à la complexité interne de l'entreprise. Selon la théorie de l'agence, les dispositifs de gouvernance existants dans l'entreprise (ex : conseil d'administration, actionnariat institutionnel) devraient permettre d'accroître le contrôle exercé sur les dirigeants et les inciter à divulguer de l'information afin de rendre compte de leur gestion (Ajinkya et al., 2005 ; Patelli et Prencepe, 2007). Dans le même temps, le contrôle exercé par les actionnaires (contrôle direct et / ou *via* le conseil d'administration) leur facilite l'accès aux informations privées détenues par les dirigeants tout en réduisant la demande en divulgation volontaire. Ainsi, des travaux documentent une association négative entre le volume de divulgation volontaire et certains dispositifs de gouvernance (Eng et Mak, 2003 ; García-Meca et Sánchez-Ballesta, 2010).

Nos résultats concordent davantage avec cette seconde explication. Contrairement aux investisseurs individuels, les investisseurs institutionnels sont en mesure d'acquérir plus facilement de l'information (Dye, 1998). Ces derniers disposent également des compétences nécessaires pour comprendre les implications économiques liées à la divulgation de RNGAAP. Par exemple, Christensen et al. (2014) montrent que les investisseurs sophistiqués sont en mesure d'identifier correctement la nature (récurrente ou non-récurrente) des retraitements utilisés pour le calcul des RNGAAP. Lorsque le capital est détenu par une part importante d'investisseurs institutionnels, les besoins informationnels sont donc moins importants. Ainsi, la répétition d'informations relatives aux RNGAAP s'avère moins nécessaire dans ce cas de figure. Au contraire, en l'absence de tels investisseurs, les dirigeants peuvent davantage ressentir la nécessité de commenter plus longuement les RNGAAP au sein des communiqués de presse.

2.2. La présence d'analystes financiers

L'influence des analystes financiers sur la proéminence accordée aux RNGAAP soulève des tensions d'un point de vue théorique. Dans l'ensemble, les travaux antérieurs documentent un impact positif de ces intermédiaires sur cette dimension de la divulgation de RNGAAP (Bowen et al., 2005 ; Henry et al., 2020). En effet, les analystes financiers offrent une visibilité plus importante aux entreprises, incitant les dirigeants à accorder une importance plus grande aux RNGAAP au sein de leur communication financière de manière à en accroître l'impact (Bowen et al., 2005). La crédibilité apportée par les analystes financiers peut ainsi servir à attirer plus facilement des capitaux supplémentaires, augmenter le cours de l'action ou encore de bénéficier d'avantages liés à la réputation de l'entreprise. Dans le même temps, le surplus de visibilité associé à la présence d'analystes financiers est susceptible de rendre plus efficace l'usage par les dirigeants de stratégies de gestion des impressions et altérer d'autant plus l'appréciation de la performance par les investisseurs (Henry et al., 2020).

Pourtant, nos résultats apparaissent contradictoires avec les travaux conduits jusqu'ici. Tout d'abord, il apparaît que la présence d'analystes financiers n'influence pas les choix liés à la localisation des RNGAAP au sein des communiqués de presse. Ainsi, les dirigeants n'ont pas tendance à présenter plus tôt (ou plus tard) ces indicateurs lorsque l'entreprise est suivie par un nombre important d'analystes financiers. Cette absence d'effet peut être expliquée par plusieurs raisons. Si la proéminence reflète une logique informative, il est probable que les dirigeants accordent plus d'importance aux RNGAAP, quel que soit le nombre d'analystes couvrant l'entreprise. Si une telle pratique reflète une logique opportuniste, encore faut-il que les destinataires de l'information perçoivent comme crédible l'information divulguée. Or, les analystes financiers ne semblent pas être influencés par la proéminence accordée aux RNGAAP (Elliott, 2006 ; Dilla et al., 2013).

Par ailleurs, nous constatons un impact négatif de la présence d'analystes financiers sur le nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse. En d'autres termes, plus le nombre d'analystes suivant l'entreprise est important, moins les dirigeants sont enclins à citer fréquemment les RNGAAP dans leur communication financière. Ces résultats sont contradictoires avec la littérature antérieure. En effet, Bowen et al. (2005) et Henry et al. (2020) documentent un impact positif de la présence d'analystes financiers sur la proéminence accordée aux RNGAAP. Dans l'ensemble, les analystes financiers ne semblent donc pas inciter les dirigeants à mettre davantage en exergue les RNGAAP dans leur communication financière.

Au contraire, ces derniers semblent moins enclins à citer fréquemment ces indicateurs à mesure que le nombre des intermédiaires financiers croît. Compte tenu de la logique informative associée à cette pratique, nos résultats suggèrent que la proéminence accordée aux RNGAAP (en termes de répétition de ces indicateurs au sein des communiqués de presse) permet de se substituer aux analystes financiers, en rendant l'information plus visible et plus complète aux yeux des investisseurs.

Conclusion de la section 3

Cette section avait pour but de faire la synthèse des résultats issus de la deuxième question de recherche de la thèse et de mettre en perspective ces résultats avec la littérature antérieure. Plusieurs points majeurs ont été mis en évidence.

La proéminence accordée aux RNGAAP reflète des logiques antagonistes de la part des dirigeants. D'un côté, cette pratique apparaît comme un outil de gestion des impressions permettant aux dirigeants « d'embellir » l'image de l'entreprise aux dépens des actionnaires. Ainsi, les dirigeants choisissent de présenter les RNGAAP relativement plus tôt (par rapport au résultat GAAP) lorsque ces indicateurs sont supérieurs à certains résultats « cibles » (i.e. prévision des analystes financiers, résultat de la période précédente). Dans le même temps, la proéminence accordée aux RNGAAP permet aux dirigeants de réduire l'asymétrie d'information liée à la faible pertinence du résultat GAAP et à la complexité interne de l'entreprise. La répétition des RNGAAP (i.e. nombre d'occurrences des RNGAAP) au sein des communiqués de presse offre ainsi aux dirigeants la possibilité de commenter et / ou d'expliquer plus en détails ces indicateurs aux investisseurs afin de faciliter leur prise de décision. En outre, la répétition des RNGAAP peut également traduire la volonté des dirigeants de mieux rendre compte de leur gestion auprès des actionnaires, contribuant à réduire les coûts d'agence.

En lien avec ces deux logiques, nos résultats permettent d'appréhender le rôle joué par l'actionnariat institutionnel et les analystes financiers selon deux prismes différents. Pour commencer, en limitant les pratiques opportunistes des dirigeants (présentation des RNGAAP plus tôt), les investisseurs institutionnels jouent un rôle disciplinaire et contribuent aux dispositifs de gouvernance existants dans l'entreprise. D'un autre côté, la présence de ces investisseurs sophistiqués réduit les besoins informationnels au sein de l'entreprise et la nécessité pour les dirigeants de mettre en avant les RNGAAP dans leur communication financière. En ce sens, l'actionnariat institutionnel se substituerait à la divulgation volontaire d'information. De la même façon, la proéminence accordée aux RNGAAP semble permettre aux dirigeants d'accroître la visibilité de ces indicateurs lorsque les analystes financiers ne permettent pas de jouer ce rôle.

Conclusion du chapitre 5

L'objectif de ce chapitre était de présenter les résultats nous permettant de répondre à la deuxième question de recherche de ce travail doctoral. Celui-ci a fait l'objet de trois sections distinctes.

Dans une première section, nous avons présenté les résultats relatifs au test de nos hypothèses de recherche. Ces dernières supposaient l'existence d'une relation entre la prééminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants et un ensemble de déterminants choisis conformément au cadre théorique mobilisé dans cette thèse. Les résultats révèlent que la prééminence accordée aux RNGAAP reflète des motivations ambivalentes. Dans l'ensemble, les dirigeants ont tendance à présenter ces indicateurs plus tôt afin de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise (logique opportuniste). Au contraire, ces derniers ont tendance à citer plus fréquemment les RNGAAP afin de réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs (logique informative). Enfin, nos résultats mettent en lumière le rôle dual joué par les investisseurs institutionnels : ces derniers permettent de discipliner l'opportunisme des dirigeants dans la façon de présenter les RNGAAP tout en réduisant les besoins informationnels existants au sein de l'entreprise et la nécessité pour les dirigeants d'accorder plus de prééminence aux RNGAAP.

La deuxième section avait pour objet la présentation d'analyses complémentaires. Nos résultats révèlent qu'au-delà d'un certain degré de prééminence (i.e. présentation des RNGAAP dans le titre du communiqué de presse), le choix de localisation des RNGAAP n'est plus motivé par une logique opportuniste, mais au contraire par une logique visant à mieux informer les investisseurs. Finalement, l'impact de l'intervention de l'ESMA / AMF sur la prééminence accordée aux RNGAAP ne semble pas avoir eu les effets escomptés par le régulateur européen. Au contraire, la régulation semble avoir encouragé les dirigeants à citer plus fréquemment les RNGAAP au sein des communiqués de presse.

Dans une troisième section, nous avons enfin discuté l'ensemble des résultats de la recherche afin de les mettre en perspective avec la littérature antérieure et le cadre théorique mobilisé dans cette thèse.

Conclusion générale

Cette thèse porte sur les stratégies et motivations relatives à la divulgation de RNGAAP par les dirigeants. Plus spécifiquement, ce travail avait pour objectif : (i) de documenter les stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants de façon multidimensionnelle en France et (ii) d'identifier les facteurs expliquant la prééminence accordée aux RNGAAP au sein de la communication financière des entreprises, une dimension jusqu'alors peu étudiée dans la littérature. L'intérêt porté à cette thématique de recherche est motivé aussi bien par l'intérêt que par les inquiétudes suscitées par la communication de ces indicateurs.

La divulgation de ces indicateurs est un phénomène global et actuel qui n'en finit pas de susciter des interrogations au sein de la sphère financière. Depuis la fin du siècle dernier, cette pratique a pris une ampleur considérable, au point de concerner la grande majorité des entreprises cotées en bourse. Si les RNGAAP apparaissent utiles aux principaux utilisateurs de l'information financière, leur communication ne manque pas de soulever des critiques fustigeant leur manque supposé de fiabilité. En effet, le caractère non normé des RNGAAP laisse craindre l'existence de comportements de la part des dirigeants visant à induire en erreur les investisseurs. À ce titre, cette pratique est au cœur des préoccupations d'une multitude d'acteurs : investisseurs, analystes financiers, autorités de régulation des marchés financiers et instances de normalisation comptable. Depuis 2015, les RNGAAP font ainsi l'objet d'un cadre réglementaire commun à l'ensemble des pays européens, dont l'objet est d'en encadrer les modalités de communication.

Après avoir rappelé les principales contributions notre recherche (1.), nous présentons les limites et pistes de recherches futures envisagées (2.).

1. Contributions

1.1. Contributions théoriques

Cette thèse contribue à la littérature académique sur plusieurs aspects. Tout d'abord, notre travail doctoral vient se greffer aux nombreux travaux ayant documenté les stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées par les entreprises (Bhattacharya et al., 2004 ; Marques, 2006 ; Isidro et Marques, 2015 ; Clinch et al., 2019). La littérature antérieure se focalise en

grande partie sur certains aspects de la divulgation de RNGAAP, accordant notamment une attention plus limitée à l'étude de la présentation de ces indicateurs (Bowen et al., 2005 ; Marques, 2010 ; Henry et al., 2020). En outre, Black et al. (2018) notent que les différents types de RNGAAP mériteraient de faire l'objet d'une plus grande attention. En ce sens, notre travail : (i) permet de rendre compte de cette pratique d'un point de vue plus global et (ii) de mettre en évidence les spécificités propres à la France, un contexte jusque-là très peu étudié (Aubert, 2010 ; Jeanjean et al., 2018). Ainsi, nous constatons que les RNGAAP divulgués en France excluent une large part d'éléments récurrents, sont peu transparents, et présentés avec davantage de prééminence que le résultat GAAP. Par ailleurs, nos résultats soulignent le rôle joué par le normalisateur français (ANC) dans l'adoption de pratiques de communication de RNGAAP. A ce titre, le « *résultat opérationnel courant* » constitue l'indicateur privilégié des entreprises en France mais également celui dont le calcul laisse le moins de discrétion aux dirigeants.

Cette thèse contribue également à enrichir la littérature relative à l'impact de la régulation sur la communication de RNGAAP en Europe. Aux États-Unis, de nombreux travaux ont étudié les conséquences des interventions successives de la SEC sur la divulgation de ces indicateurs (Heflin et Hsu, 2008 ; Kolev et al., 2008 ; Black et al., 2012 ; Bond et al., 2017 ; Black et al., 2017 ; Donelson et al., 2019). Malgré la mise en place d'un cadre réglementaire en 2015 par l'ESMA, aucune étude à ce jour n'a permis de mettre en évidence l'impact de celui-ci sur les stratégies de divulgation adoptées dans le contexte européen. Pourtant, celle-ci s'avère primordiale compte tenu de l'intérêt et des inquiétudes qui ont trait à cette pratique. Cette constatation est partagée par Marques (2017) qui souligne le manque de d'étude s'intéressant à cette question. Nos résultats révèlent que l'intervention de l'ESMA s'est traduite par une amélioration significative de la transparence des RNGAAP. Dans le même temps, l'impact de la régulation en Europe semble avoir été moindre en ce qui concerne les stratégies de divulgation « agressives ». Malgré un léger déclin dans l'utilisation de retraitements récurrents après 2015, cette tendance ne semble concerner qu'une partie des entreprises (i.e. caractérisées par une bonne gouvernance). Par ailleurs, l'intervention du régulateur européen n'a pas eu d'effets observables sur la prééminence accordée aux RNGAAP, pratique faisant pourtant l'objet d'une recommandation spécifique.

Enfin, ce travail contribue aux travaux visant à expliquer les motivations incitant les dirigeants à accorder davantage de prééminence aux RNGAAP au sein de leur communication financière (Bowen et al., 2005). Alors que certains travaux considèrent cette stratégie comme reflétant une volonté de réduire l'asymétrie informationnelle avec les investisseurs (ex: Henry et al., 2020),

d'autres études voient dans cette pratique une stratégie de gestion des impressions mise en œuvre par les dirigeants pour altérer la perception des investisseurs (Marques, 2010 ; Chen et al., 2020). Ainsi, cette thèse permet d'apporter une grille de lecture plus complète par rapport aux travaux existants, en distinguant les motivations liées à la *localisation* des RNGAAP, de celles liées à leur *fréquence d'apparition* au sein des communiqués de presse. Si les dirigeants ont tendance à présenter ces indicateurs plus tôt, afin de dépeindre une image plus favorable de l'entreprise (logique opportuniste), ils ont en revanche tendance à les citer plus fréquemment lorsque les résultats issus de l'information règlementée ne permettent pas d'évaluer l'entreprise de façon suffisamment pertinente (logique informative). Néanmoins, nos résultats révèlent que la présentation anticipée des RNGAAP (localisation) reflète plutôt une volonté de réduire l'asymétrie d'information lorsque ces indicateurs sont présentés dès le titre du communiqué de presse (i.e. proéminence extrême). Enfin, notre travail permet de contribuer à la littérature s'intéressant à l'influence des investisseurs institutionnels sur la divulgation de RNGAAP (Jennings et Marques, 2011a ; Christensen et al., 2014). Nos résultats montrent que le degré de sophistication des investisseurs réduit la propension des dirigeants à mettre en avant les RNGAAP. Dans l'ensemble, cette thèse s'inscrit plus globalement au sein de la littérature relative aux stratégies discursives adoptées par les dirigeants en marge de l'information règlementée (Merkl-Davies et Brennan, 2011 ; Merkl-Davies et Brennan, 2017 ; Guillamon-Saorin et al., 2017 ; Michaïlesco, 2017).

1.2. Contributions pratiques

Cette thèse présente également des contributions pratiques susceptibles d'intéresser un certain nombre d'acteurs de la sphère comptable et financière.

Tout d'abord, les organismes de régulation des marchés financiers sont parmi les premières concernées par la divulgation de RNGAAP. Tout en reconnaissant l'utilité de ces indicateurs pour la prise de décision des investisseurs, celles-ci n'en sont pas moins concernées par l'existence de pratiques opportunistes de la part des dirigeants. La mise en place en 2015 de recommandations à l'échelle européenne constitue une avancée majeure dans l'encadrement de la communication de RNGAAP. Pourtant, la question de l'efficacité de ces recommandations demeure relativement floue compte tenu du peu de travaux académiques en la matière. Notre recherche permet ainsi d'apporter des réponses quant aux conséquences de cette régulation et d'identifier quelles stratégies en particulier ont été les plus (moins) impactées par l'intervention de l'ESMA / AMF.

Les instances de normalisation comptables peuvent également être intéressées par ce travail. Bien qu'elles soient en charge de l'information réglementée, ces dernières accordent une attention accrue aux RNGAAP depuis les dernières années. Depuis 2017, l'IASB a engagé une réflexion visant à revoir en profondeur la structure du compte de résultat (projet « *Primary Financial Statements* »). Dans ce cadre, le normalisateur international se penche sur la possibilité d'intégrer au sein du compte de résultats un résultat « opérationnel » ainsi que des mesures de performance managériales retraitée des éléments transitoires. Notre travail est ainsi susceptible d'apporter des clés de lecture intéressantes allant dans ce sens. La question de la nature des retraitements non-GAAP effectués par les dirigeants, développée au sein de cette thèse, peut ainsi servir de grille d'analyse à la conduite de ces travaux.

Enfin, notre travail peut intéresser les investisseurs, qui sont les principaux utilisateurs de RNGAAP. Ainsi, cette recherche peut permettre aux investisseurs de mieux comprendre les implications associées à la divulgation de RNGAAP et d'identifier plus facilement les pratiques susceptibles de refléter l'opportunisme des dirigeants. Par exemple, nos résultats peuvent contribuer à accroître la vigilance de ces derniers sur les stratégies visant à accorder davantage de prééminence (notamment via la localisation) des RNGAAP au sein des communiqués de presse. À ce titre, notre travail est susceptible d'être particulièrement pertinent pour les investisseurs les moins sophistiqués, qui sont les plus visés et les plus influencés par ce type de stratégies.

2. Limites et pistes de recherche

Outre les critiques inhérentes au positionnement épistémologique adopté dans cette thèse, ce travail présente un certain nombre de limites qu'il convient de présenter. Ces limites sont principalement d'ordre théoriques (3.1.) et méthodologiques (3.2.).

2.1. Limites théoriques

Tout d'abord, une première limite de notre thèse est liée à la non prise en compte de facteurs susceptibles d'avoir une influence sur la prééminence accordée aux RNGAAP. La littérature antérieure montre le rôle joué par certains dispositifs de gouvernance dans les stratégies de divulgation adoptées par les dirigeants. Par exemple, l'indépendance du conseil d'administration est associée à une diminution de l'utilisation de retraitements récurrents et / ou permettant d'atteindre les résultats cibles (Frankel et al., 2011). Par conséquent, ce travail

mériterait d'être approfondi afin de prendre en compte le rôle direct et / ou modérateur de la gouvernance dans les choix de présentation de RNGAAP par les dirigeants. Cela permettrait ainsi d'apporter une plus grande compréhension des motivations sous-jacentes d'une telle stratégie.

Par ailleurs, en traitant de la divulgation de RNGAAP sous le prisme des choix et déterminants des stratégies adoptées par les dirigeants, ce travail doctoral fait abstraction des conséquences liées à ces stratégies sur les principaux concernés par la divulgation de RNGAAP. Pourtant, les investisseurs sont parmi les premiers utilisateurs de ces indicateurs (Bradshaw et al., 2018). Par ailleurs, ces derniers sont sensibles aux stratégies mises en œuvre par les dirigeants : ils réagissent différemment à l'annonce de RNGAAP selon le volume de divulgation (Marques, 2006), les types d'indicateurs (Reimsbach, 2014), les retraitements utilisés par les dirigeants (Christensen et al., 2014) ou encore la présentation de ces indicateurs (Baik et al., 2008 ; Marques, 2010 ; Zhang et Zheng, 2011). Les travaux conduits dans le contexte américain suggèrent ainsi que la prééminence accordée aux RNGAAP présente un contenu informationnel utile pour la prise de décision des investisseurs (Bowen et al., 2005 ; Henry et al., 2020). A contrario, Guillamon-Saorin et al. (2017) constatent que la divulgation de RNGAAP combinée à l'utilisation de techniques de gestion des impressions était mal perçue par les investisseurs en Europe. Leurs résultats révèlent une absence de réaction des investisseurs dans un tel cas de figure. Ce constat ouvre ainsi la voie à des recherches futures. Notamment, compte tenu des résultats de notre étude de déterminants, il serait intéressant d'étudier si la localisation des indicateurs et leur fréquence d'apparition au sein des communiqués de presse affecte de la même manière la réaction des investisseurs.

Enfin, cette thèse traite des stratégies de divulgation de RNGAAP indépendamment des choix comptables effectués relatifs à l'information réglementée. Plus spécifiquement, notre travail ne prend pas en compte l'existence potentielle de comportements de *gestion des résultats* de la part des dirigeants. Celle-ci est définie comme « *L'utilisation stratégique de la discrétion managériale pour influencer le résultat diffusé auprès des parties prenantes* » (Degeorge et al., 1999, p.2). Cette discrétion peut porter sur l'évaluation des variables comptables de régularisation (ex : dépréciations, provisions) ou directement sur la comptabilisation d'opérations réelles de l'entreprise (ex : enregistrement du chiffre d'affaires). Ainsi, la divulgation de RNGAAP est susceptible de s'inscrire dans une politique comptable globale dont l'objectif est de dépendre une certaine image de l'entreprise et de ses résultats (Graham et al., 2005). À ce titre, des travaux ont constaté que le choix de communiquer des RNGAAP,

ou l'utilisation des retraitements non-GAAP permettaient de se substituer à la gestion du résultat GAAP lorsque celle-ci était coûteuse à mettre en œuvre pour les dirigeants (Doyle et al., 2013 ; Black et al., 2017). Une poursuite de ces travaux s'avérerait nécessaire afin d'évaluer dans quelles mesure la gestion des résultats constituent un facteur déterminant de la prééminence accordée aux RNGAAP.

A titre plus spécifique, la théorie néo-institutionnelle aurait été intéressante à mobiliser au sein de ce travail doctoral. Plus particulièrement, le concept de normativité aurait pu apporter un éclairage complémentaire sur le faible degré de conformité des entreprises quant aux recommandations émises par l'ESMA en 2015 (Criado-Jiménez et al., 2008 ; Deegan et Shelly, 2014 ; Chelli et al., 2018). Ce cadre théorique a été largement mobilisé dans les travaux portant sur la divulgation d'informations sociales et environnementale des entreprises (Senn, 2018). Cependant, notre ancrage au sein des théories économiques du signal et de l'agence se justifie de par notre objet de recherche. Contrairement aux informations sociales et environnementales, les parties prenantes concernées par la divulgation de RNGAAP sont plus restreintes, se composant principalement des apporteurs de capitaux de l'entreprise. Aussi, cette pratique répond davantage à un problème lié à l'information qu'à une volonté d'acquiescer une légitimité. Malgré ce choix, nous convenons que la mobilisation de ce cadre théorique supplémentaire, couplée à une méthodologie adaptée, aurait pu contribuer à une compréhension plus riche de cet aspect de la divulgation de RNGAAP.

2.2. Limites méthodologiques

Cette thèse présente également des limites d'ordre méthodologique. Pour commencer, le choix d'une collecte manuelle des RNGAAP est susceptible de conduire des biais de sélection dans la constitution de notre échantillon. En effet, contrairement aux méthodes de collecte automatisées ou par mots-clés utilisées dans certains travaux (ex: Bentley et al., 2018), une telle approche induit nécessairement une part de jugement de la part du chercheur. Plus spécifiquement, celle-ci suppose la définition d'un cadre de référence *a priori*. Au regard du peu de précisions apportées par le référentiel IFRS sur la présentation des états financiers, l'identification des RNGAAP n'a pas été sans poser de problèmes. Aussi, malgré toute l'attention portée à la procédure de collecte de données, il est possible que celle-ci ait conduit à quelques biais. Par ailleurs, nous avons restreint notre collecte des RNGAAP aux seuls indicateurs de « résultats », laissant ainsi de côté les autres types d'indicateurs alternatifs de performance, tels que les indicateurs relatifs à la situation financière (ex : dette nette ajustée)

ou aux flux de trésorerie (ex : cash-flow libre). De la même façon, les RNGAAP portant sur des périodes futures n'ont pas été considérés pour la constitution de notre échantillon. Bien que ce choix ait été justifié pour des raisons de cohérence (cf. chapitre 1), il conduit inévitablement à une perte d'information potentiellement utile à l'interprétation de nos résultats. A titre d'exemple, Marques (2006) a constaté que l'intervention de la SEC aux États-Unis n'avait pas eu les mêmes effets sur les RNGAAP que sur les autres types d'indicateurs ajustés.

Une autre limite méthodologique a trait au choix des variables utilisées pour mesurer la prééminence accordée aux RNGAAP. Bien que la localisation et la fréquence d'apparition constituent des « *proxys* » pertinents au regard de la littérature antérieure, le concept de « prééminence » (ou d'emphase) défini dans cette thèse recouvre un ensemble bien plus large de techniques utilisées en marge des états financiers. Par exemple, Merkl-Davies et Brennan (2007) soulignent l'importance des techniques de manipulation visuelle (ex : présence de graphiques, police d'écriture) ou de « benchmarking » (ex : comparaison d'indicateurs d'une période à l'autre). De même, la prééminence peut passer par le discours présent en marge des chiffres communiqués, tel que l'utilisation d'une tonalité positive (Michaïlesco, 2017) ou de techniques visant pour les dirigeants à s'attribuer les bonnes performances de l'entreprise (Merkl-Davies et Brennan, 2017). Ainsi, dans le cadre de recherches futures, il serait intéressant d'intégrer ces différentes dimensions dans l'étude des stratégies liées à la présentation de RNGAAP. Cela serait par ailleurs l'occasion d'élargir notre spectre d'analyse au-delà la seule gestion des impressions en y apportant une approche plus critique (Merkl-Davies et Brennan, 2017).

Enfin, notre période d'étude (2011-2017) est susceptible de limiter la portée des résultats relatifs à l'impact de l'intervention de l'ESMA sur les stratégies de divulgation. En effet, dans la mesure où cette intervention a eu lieu en 2015, nous ne disposons dans cette thèse que de deux exercices postérieurs à celle-ci (2016 et 2017). Par conséquent, il est possible que certaines des recommandations du régulateur européen ne se soient pas immédiatement suivies d'effets. Cette interprétation permettrait d'expliquer le très faible impact observé dans nos résultats, notamment concernant la prééminence accordée aux RNGAAP. Dans un récent rapport faisant un état des lieux de l'application de ses recommandations, l'ESMA souligne que la difficulté d'application du principe de « même prééminence » est liée aux difficultés d'interprétation qui entourent celui-ci. Par ailleurs, parmi les freins associés à l'application de ce principe, les entreprises interrogées indiquent la crainte de déstabiliser les utilisateurs de l'information en modifiant leur façon de communiquer (ESMA, 2019). Ce constat nous amène à considérer une

voie de recherche future. Ainsi, il serait intéressant de conduire de nouveaux travaux en élargissant nos observations aux périodes les plus récentes. La publication par l'ESMA en 2017 des « *questions et réponses relatives aux IAP* » pourrait ainsi être prise en compte afin d'identifier si ces dernières ont contribué à une application plus efficace des recommandations de 2015.

Bibliographie

- Aboudy D., Kasznik R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29: 73-100.
- Abrahamson E., Amir E. (1996). The information content of the president's letter to shareholders. *Journal of Business Finance & Accounting* 23 (8): 1157–1182.
- Aerts W., Yan B. (2017). Rhetorical impression management in the letter to shareholders and institutional setting: A metadiscourse perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 30 (2): 404-432.
- Ahmed K., Courtis J.K. (1999). Association Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: a Meta-Analysis. *The British Accounting Review* 31 (1): 35-61.
- Ajinkya B., Bhojraj S., Sengupta P. (2005). The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 43 (3): 343-376.
- Ajinkya B.B., Gift M.J. (1984). Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations. *Journal of Accounting Research* 22 (2): 425.
- Akerlof G.A. (1970). The Market for « Lemons »: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488-500.
- Albring S.M., Cabán-García M.T., Reck J.L. (2010). The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. *Review of Accounting and Finance* 9 (3): 264-284.
- Allee K.D., Bhattacharya N., Black E.L., Christensen T.E. (2007). Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society* 32 (3): 201–222.
- Amblard M. (2004). Conventions et comptabilité : vers une approche sociologique du modèle. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 10 (3): 47-67.
- AMF (2005). Communication des émetteurs sur leurs résultats.
- AMF (2010). Communications des sociétés sur leurs indicateurs financiers.
- AMF (2016). Position AMF. Indicateurs alternatifs de performance.

- Amir E. (1993). The Market Valuation of Accounting Information: The Case of Postretirement Benefits Other Than Pensions. *The Accounting Review* 68 (4): 703-724.
- ANC (2014). Recommendation relative au format des comptes consolidés des entreprises établis selon les normes comptables internationales.
- Andersson P., Hellman N. (2007). Does Pro Forma Reporting Bias Analyst Forecasts? *European Accounting Review* 16 (2): 277-298.
- Asper S., McCoy C., Taylor G. (2019). The Expanding Use of Non-GAAP Financial Measures. *The CPA Journal*.
- Aubert F. (2010). The Relative Informativeness of GAAP and Pro Forma Earnings Announcements in France. *Journal of Accounting and Taxation* 2 (1): 2-14.
- Aubert F., Grudnitski G. (2014). The role of reconciliation quality in limiting mispricing of non-GAAP earnings announcements by Euro Stoxx firms. *Advances in Accounting* 30 (1): 154-167.
- Baginski S.P., Hassell J.M. (1997). Determinants of Management Forecast Precision. *The Accounting Review* 72 (2): 303-312.
- Baginski S.P., Hassell J.M., Hillison W.A. (2000). Voluntary Causal Disclosures: Tendencies and Capital Market Reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15: 371-389.
- Baginski S.P., Hassell J.M., Kimbrough M.D. (2002). The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U.S. and Canadian Markets. *The Accounting Review* 77 (1): 25-50.
- Baginski S.P., Hassell J.M., Kimbrough M.D. (2004). Why Do Managers Explain Their Earnings Forecasts? *Journal of Accounting Research* 42 (1): 1-29.
- Baik B., Billings B.K., Morton R.M. (2008). Reliability and Transparency of Non-GAAP Disclosures by Real Estate Investment Trusts (REITs). *The Accounting Review* 83 (2): 271-301.
- Bansal N., Seetharaman A., Wang X. (Frank) (2013). Managerial risk-taking incentives and non-GAAP earnings disclosures. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 9 (1): 100-121.

- Barros C.P., Boubaker S., Hamrouni A. (2013). Corporate Governance And Voluntary Disclosure In France. *Journal of Applied Business Research* 29 (2): 561-578.
- Barth M.E., Beaver W.H., Landsman W.R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view\$. *Journal of Accounting and Economics* 31: 77-104.
- Barth M.E., Gow I.D., Taylor D.J. (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.
- Barth M.E., Schipper K. (2008). Financial reporting transparency. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 23 (2): 173–190.
- Bartov E., Givoly D., Hayn C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of accounting and economics* 33 (2): 173–204.
- Baumker M., Biggs P., McVay S.E., Pierce J. (2014). The Disclosure of Non-GAAP Earnings Following Regulation G: An Analysis of Transitory Gains. *Accounting Horizons* 28 (1): 77-92.
- Bebchuk L.A., Cohen A., Hirst S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives* 31 (3): 89-112.
- Bentley J.W., Christensen T.E., Gee K.H., Whipple B.C. (2018). Disentangling Managers' and Analysts' Non-GAAP Reporting. *Journal of Accounting Research* 56 (4): 1039-1081.
- Bentley J.W., Stubbs K., Tian Y., Whited R.L. (2019). Manipulating the Narrative: Managerial Discretion in the Emphasis of GAAP Metrics in Earnings Announcement Press Releases. *Working paper*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3497739.
- Berger P.G., Hann R.N. (2007). Segment Profitability and the Proprietary and Agency Costs of Disclosure. *The Accounting Review* 82 (4): 869-906.
- Berger P.G., Ofek E., Swary I. (1996). Investor valuation of the abandonment option. *Journal of Financial Economics* 42 (2): 259-287.
- 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): 285-319.

- Bhattacharya N., Black E.L., Christensen T.E., Merge R.D. (2004). Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting. *Accounting Horizons* 18 (1): 27-43.
- Bhattacharya N., Black E.L., Christensen T.E., Mergenthaler R.D. (2007). Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review* 82 (3): 581–619.
- Black D.E., Black E.L., Christensen T.E., Henninger W.G. (2012). Has Regulation G Improved the Information Quality of Non-GAAP Earnings Disclosures? *Journal of Business Finance & Accounting* 18 (2): 95-145.
- Black D.E., Christensen T.E. (2018). Policy implications of research on non-GAAP reporting. *Research in Accounting Regulation* 30 (1): 1-7.
- Black D.E., Christensen T.E. (2009). US Managers' Use of 'Pro Forma' Adjustments to Meet Strategic Earnings Targets. *Journal of Business Finance & Accounting* 36 (3-4): 297-326.
- Black D.E., Christensen T.E., Ciesielski J.T., Whipple B.C. (2020). Non-GAAP Earnings: A Consistency and Comparability Crisis? *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2759312 & download=yes.
- Black D.E., Christensen T.E., Ciesielski J.T., Whipple B.C. (2018). Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. *Journal of Business Finance & Accounting* 45 (3-4): 259-294.
- Black E.L., Black D.E., Christensen T.E., Gee K.H. (2020). The Use of Non-GAAP EPS for Compensation Contracting and Financial Reporting. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2343140.
- Black E.L., Christensen T.E., Joo T.T., Schmardebeck R. (2017). The relation between earnings management and Non-GAAP reporting. *Contemporary Accounting Research* 34 (2): 750-782.
- Black E.L., Christensen T.E., Kiosse P.V., Steffen T.D. (2017). Has the Regulation of Non-GAAP Disclosures Influenced Managers' Use of Aggressive Earnings Exclusions? *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 32 (2): 209–240.
- Bond D., Czernkowski R., Lee Y.-S., Loyeung A. (2017). Market reaction to non-GAAP earnings around SEC regulation. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 13 (3): 193-208.

- Botosan C.A., Harris M.S. (2000). Motivations for a Change in Disclosure Frequency and Its Consequences: An Examination of Voluntary Quarterly Segment Disclosures. *Journal of Accounting Research* 38 (2): 329-353.
- Botosan C.A., Stanford M. (2005). Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment. *The Accounting Review* 80 (3): 751-772.
- Bouissou J. (2020). Coronavirus : le FMI prédit une récession mondiale historique, avec un recul de la croissance estimé à 3% en 2020. *Le Monde.fr*.
- Boulerne S., Sahut J.-M. (2010). Les normes IFRS ont-elles amélioré le contenu informationnel des immatériels ? Le cas des entreprises françaises cotées. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 16 (1): 7-32.
- Bouwens J. (2019). The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 25 (1): 55-105.
- Bouzoubaa F.-Z. (2015). *Les besoins des investisseurs en informations financières et comptables: le cas des investisseurs institutionnels*. Doctorat en Sciences de Gestion. Université de Toulouse 1 Capitole.
- Bowen R.M., Davis A.K., Matsumoto D.A. (2005). Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *The Accounting Review* 80 (4): 1011-1038.
- Brabet J. (2002). La main visible des investisseurs institutionnels. *Revue Française de Gestion* 5 (141): 203-224.
- Bradshaw M.T., Christensen T.E., Gee K.H., Whipple B.C. (2018). Analysts' GAAP earnings forecasts and their implications for accounting research. *Journal of Accounting and Economics* 66 (1): 46-66.
- 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.
- Brennan N. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3): 175-194.

- Brennan N.M., Guillamon-Saorin E., Pierce A. (2009). Methodological Insights: Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (5): 789-832.
- Brown L.D., Huang K. (2013). Recommendation-Forecast Consistency and Earnings Forecast Quality. *Accounting Horizons* 27 (3): 451-467.
- Brown L.D., Sivakumar K. (2003). Comparing the value relevance of two operating income measures. *Review of Accounting Studies* 8 (4): 561–572.
- Brown N.C., Christensen T.E., Elliott W.B. (2012). The Timing of Quarterly ‘Pro Forma’ Earnings Announcements. *Journal of Business Finance & Accounting* 39 (3-4): 315-359.
- Brown N.C., Christensen T.E., Elliott W.B., Mergenthaler R.D. (2012). Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures. *Journal of Accounting Research* 50 (1): 1-40.
- Brown N.C., Christensen T.E., Steffen T.D., Menini A. (2020). Non-GAAP Earnings Disclosure and the Valuation of IPOs. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2803795.
- Brown N.C., Cohen S., Huffman A.A. (2019). Accounting Reporting Complexity and Non-GAAP Earnings Disclosure. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3161566.
- Brown N.C., Elliott W.B., Grant S.M. (2019). Gaming Regulation with Image-Based Tweets. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080994.
- Burgstahler D., Dichev I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99-126.
- Burlaud A., Colasse B. (2010). Normalisation comptable internationale: le retour du politique? *Comptabilité-Contrôle-Audit* 16 (3): 153–175.
- Bushee B.J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research* 18 (2): 207-246.
- Bushman R.M., Piotroski J.D., Smith A.J. (2004). What Determines Corporate Transparency? *Journal of Accounting Research* 42 (2): 207-252.

- Bushman R., Chen Q., Engel E., Smith A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 (2): 167-201.
- Cade N.L. (2018). Corporate social media: How two-way disclosure channels influence investors. *Accounting, Organizations and Society* 68-69: 63-79.
- Cameron R., Percy M., Stevenson-Clarke P. (2012). Do large Australian companies emphasise non-GAAP financial measures over statutory net profit (GAAP) in annual reports? *JASSA* (1): 13-19.
- Carlos W.C., Lewis B.W. (2018). Strategic Silence: Withholding Certification Status as a Hypocrisy Avoidance Tactic. *Administrative Science Quarterly* 63 (1): 130-169.
- Casta J.-F. (2009). *Incertitude et comptabilité*, Economica, Paris.
- Cazier R.A., Christensen T.E., Merkley K.J., Treu J.S. (2019). Litigation risk and the regulation of non-GAAP reporting. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2928260.
- Cazier R.A., Pfeiffer R.J. (2017). 10-K Disclosure Repetition and Managerial Reporting Incentives. *Journal of Financial Reporting* 2 (1): 107-131.
- CESR (2005). CESR Recommendation on Alternative Performance Measures. <https://www.esma.europa.eu/document/cesr-recommendation-alternative-performance-measures>
- CFA (2016). Bridging the GAP: Ensuring Effective Non-GAAP and Performance Reporting. <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/policy-positions/bridging-the-gap-ensuring-effective-non-gaap-and-performance-reporting>
- CFA (2015). Non-IFRS Earnings and Alternative Performance Measures: Ensuring a level Playing Field. <https://www.cfauk.org/-/media/files/pdf/pdf/5-professionalism/3-research-and-position-papers/non-ifrs-earnings-and-alternative-performance-measures.pdf>
- Chaignaux A. (2018). Bourse : la créativité comptable embrouille les actionnaires. *Le Revenu*.
- Chau G.K., Gray S.J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37 (2): 247-265.

- Chavent M., Ding Y., Fu L., Stolowy H., Wang H. (2006). Disclosure and determinants studies: An extension using the Divisive Clustering Method (DIV). *European Accounting Review* 15 (2): 181-218.
- Chelli M., Durocher S., Fortin A. (2018). Normativity in Environmental Reporting: A Comparison of Three Regimes. *Journal of Business Ethics* 149 (2): 285-311.
- Chen C.-W., Collins D.W., Kravet T.D., Mergenthaler R.D. (2018). Financial Statement Comparability and the Efficiency of Acquisition Decisions. *Contemporary Accounting Research* 35 (1): 164-202.
- Chen C.-Y. (2010). Do analysts and investors fully understand the persistence of the items excluded from Street earnings? *Review of Accounting Studies* 15 (1): 32-69.
- Chen J.V., Gee K.H., Neilson J.J. (2020). Disclosure Prominence and the Quality of Non-GAAP Earnings. *Working paper*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3304172.
- Chen S., Matsumoto D., Rajgopal S. (2011). Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2): 134-150.
- Cheng E.C.M., Courtenay S.M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting* 41 (3): 262-289.
- Cheng Y. (2017). Managerial Reputation and the Quality of Non-GAAP Earnings Disclosures. *Journal of Accounting and Finance* 17 (2): 117-133.
- Cho C.H., Roberts R.W., Patten D.M. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society* 35 (4): 431-443.
- Choi Y.-S., Lin S., Walker M., 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.
- Choi Y.-S., Young S. (2015). Transitory earnings components and the two faces of non-generally accepted accounting principles earnings. *Accounting & Finance* 55 (1): 75-103.

- Christensen T.E., Drake M.S., Thornock J.R. (2014). Optimistic Reporting and Pessimistic Investing: Do Pro Forma Earnings Disclosures Attract Short Sellers? *Contemporary Accounting Research* 31 (1): 67-102.
- Christensen T.E., Merkley K.J., Tucker J.W., Venkataraman S. (2011). Do managers use earnings guidance to influence street earnings exclusions? *Review of Accounting Studies* 16 (3): 501-527.
- Christensen T.E., Pei H., Pierce S.R., Tan L. (2019). Non-GAAP reporting following debt covenant violations. *Review of Accounting Studies* 24 (2): 629-664.
- Christensen T.E., Gomez E., Ma M., Pan J. (2020). Analysts' Role in Shaping Non-GAAP Reporting: Evidence from a Natural Experiment. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3242271.
- Chung R., Firth M., Kim J.-B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of corporate finance* 8 (1): 29-48.
- Clarkson P.M., Li Y., Richardson G.D., Vasvari F.P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society* 33 (4): 303-327.
- Clatworthy M.A., Jones M.J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 19 (4): 493-511.
- Clinch G., Tarca A., Wee M. (2019). Exploring Comparability in Disclosure of Non-IFRS Performance Measures. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3343965
- Clinch G., Tarca A., Wee M. (2018). The Value Relevance of IFRS Earnings Totals and Subtotals and Non-GAAP Performance Measures. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3178567
- Colasse B. (2011). La crise de la normalisation comptable internationale, une crise intellectuelle. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 17 (1): 156-164.
- Collins D.W., Maydew E.L., Weiss I.S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 39-67.

- Connelly B.L., Certo S.T., Ireland R.D., Reutzel C.R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management* 37 (1): 39-67.
- Cormier D., Demaria S., Magnan M. (2020). The reporting of Adjusted EBITDA and stock Markets: The Case of Canada and France. *Cahier de Recherche ESG UQAM*.
- Cormier D., Demaria S., Magnan M. (2017). Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants? *Managerial Finance* 43 (2): 193-211.
- Cormier D., Lapointe-Antunes P., Magnan M. (2011). Revisiting the Relevance and Reliability of Non-GAAP Reporting: The Case of the Income Trusts. *Contemporary Accounting Research* 28 (5): 1585-1609.
- Courtis J.K. (2004). Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? *The British Accounting Review* 36 (3): 291-312.
- Courtis, J.K. (1996). Disclosure redundancy in annual reports. *Accountability and Performance* 2 (3): 1-16.
- Criado-Jiménez I., Fernández-Chulián M., Larrinaga-González C., Husillos-Carqués F.J. (2008). Compliance with Mandatory Environmental Reporting in Financial Statements: The Case of Spain (2001–2003). *Journal of Business Ethics* 79 (3): 245-262.
- Curtis A.B., McVay S.E., Whipple B.C. (2014). The Disclosure of Non-GAAP Earnings Information in the Presence of Transitory Gains. *The Accounting Review* 89 (3): 933-958.
- Darrough M.N., Stoughton N.M. (1990). Financial disclosure policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics* 12 (1-3): 219-243.
- Davis A.K., Piger J.M., Sedor L.M. (2012). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language*: Content of Earnings Press Release Language. *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 845-868.
- Davis A.K., Tama-Sweet I. (2012). Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases versus MD&A*: Language in Earnings Press Releases vs. MD&A. *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 804-837.
- Davison J. (2008). Rhetoric, repetition, reporting and the “dot.com” era: words, pictures, intangibles. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 21 (6): 791-826.

- DeAngelo H., DeAngelo L. (1990). Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms. *The journal of finance* 45 (5): 1415-1431.
- Deegan C., Shelly M. (2014). Corporate Social Responsibilities: Alternative Perspectives About the Need to Legislate. *Journal of Business Ethics* 121 (4): 499-526.
- DeFond M., Hu X., Hung M., Li S. (2011). The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability. *Journal of Accounting and Economics* 51 (3): 240-258.
- DeGeorge F., Patel J., Zeckhauser R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business* 72 (1): 1-33.
- Depoers F. (2000a). A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review* 9 (2): 245-263.
- Depoers F. (2000b). L'offre volontaire d'information des sociétés cotées: concept et mesure. *Comptabilité Contrôle Audit* 6 (2): 115-131.
- Diamond D.W. (1985). Optimal Release of Information By Firms. *The Journal of Finance* 40 (4): 1071-1094.
- Diamond D.W., Verrecchia R.E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 46 (4): 1325-1359.
- Dichev I.D., Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics* 56 (2-3): 1-33.
- Dilla W.N., Janvrin D.J., Jeffrey C. (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.
- Donelson D.C., Kartapanis A., Koutney C. (2020). SEC Non-GAAP Comment Letters and Firm Disclosures. *Working paper*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3375762.
- Doyle J.T., Jennings J.N., Soliman M.T. (2013). Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts? *Journal of Accounting and Economics* 56 (1): 40-56.
- 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.

- Dumontier P., Raffournier B. (1999). Vingt ans de recherche positive en comptabilité financière. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 5 (3): 179.
- Dye R.A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of accounting research* 23 (1): 123–145.
- Dye R.A. (1998). Investor Sophistication and Voluntary Disclosures. *Review of Accounting Studies* 3: 261-287.
- Dye R.A., Sridhar S.S. (2002). Resource Allocation Effects of Price Reactions to Disclosures. *Contemporary Accounting Research* 19 (3): 385-410.
- EFRAG (2017). Issues Paper – Use of additional subtotals in the Statement of Financial Performance.
- Eisenhardt K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review* 14 (1): 57-74.
- Elliott W.B. (2006). Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review* 81 (1): 113–133.
- Elliott J.A., Hanna J.D. (1996). Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings. *Journal of Accounting Research* 34: 135-155.
- Elsbach K.D. (2003). Organizational Perception Management. *Research in Organizational Behavior* 25: 297-332.
- Eng L.L., Mak Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4): 325-345.
- Entwistle G.M., Feltham G.D., Mbagwu C. (2010). The value relevance of alternative earnings measures: a comparison of pro forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 25 (2): 261–288.
- EPRA (2016a). Best Practices Recommendations Guidelines. <https://www.epra.com/sustainability/sustainability-reporting/guidelines>
- EPRA (2016b). Best Practices Recommendations Q&A. <https://www.epra.com/sustainability/sustainability-reporting/guidelines>
- Escaffre L., Kuszla C. (2016). Les indicateurs de performance communiqués par les entreprises (Non-GAAP Financial Measures) sont-ils représentatifs d’une gouvernance stratégique. In 6èmes Etats Généraux de la Recherche Comptable.

- ESMA (2015). ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures. <https://www.esma.europa.eu/document/esma-guidelines-alternative-performance-measures-1>
- ESMA (2017). Questions and answers on Alternative Performance Measures. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-51-370_qas_on_esma_guidelines_on_apms.pdf
- ESMA (2019). Report On the use of Alternative Performance Measures and on the compliance with ESMA's APM Guidelines. <https://www.esma.europa.eu/document/report-use-alternative-performance-measures-and-compliance-esma%E2%80%99s-apm-guidelines>
- Fama E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of political economy* 88 (2): 288–307.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics* 26 (2): 301–325.
- Francis J., Nanda D., Olsson P. (2008). Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 46 (1): 53-99.
- Francis J., Schipper K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research* 37 (2): 319-352.
- Francis J., Schipper K., Vincent L. (2003). The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns. *Contemporary Accounting Research* 20 (1): 121-164.
- Frankel R., Mayew W.J., Sun Y. (2010). Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises. *Review of Accounting Studies* 15 (1): 220-242.
- Frankel R., McNichols M., Wilson G.P. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *Accounting Review* 70 (1): 135–150.
- Frankel R., McVay S., Soliman M. (2011). Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies* 16 (4): 719-744.
- Frederickson J.R., Miller J.S. (2004). The effects of pro forma earnings disclosures on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments. *The Accounting Review* 79 (3): 667–686.

- García Osma B., Guillamón-Saorín E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society* 36 (4-5): 187-208.
- García-Meca E., Sánchez-Ballesta J.P. (2010). The Association of Board Independence and Ownership Concentration with Voluntary Disclosure: A Meta-analysis. *European Accounting Review* 19 (3): 603-627.
- Gardner W.L., Martinko M.J. (1988). Impression management in organizations. *Journal of management* 14 (2): 321-338.
- Gavard-Perret, Gotteland D., Haon C., Jolibert A. (2012). *Méthodologie de la recherche: réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*, Montreuil : Pearson.
- Gisbert A., Navallas B. (2013). The association between voluntary disclosure and corporate governance in the presence of severe agency conflicts. *Advances in Accounting* 29 (2): 286-298.
- Godfrey J., Mather P., Ramsay A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes. *Abacus* 39 (1): 95–123.
- Goffman E. (1949). Presentation of self in everyday life. *American Journal of Sociology* 55: 6–7.
- Gomez E., Heflin F., Wang J. (2018). Information Environment Consequences of SEC Non-GAAP Comment Letters. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3044026.
- Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3): 3-73.
- Grossman S.J. (1981). The informational role of warranties and private disclosure about product quality. *The Journal of Law and Economics* 24 (3): 461–483.
- Gu F., Wang W. (2005). Intangible Assets, Information Complexity, and Analysts' Earnings Forecasts: Intangible Assets & Analysts' Earnings Forecasts. *Journal of Business Finance & Accounting* 32 (9-10): 1673-1702.
- Guest N.M., Kothari S.P., Pozen R. (2020). Why Do Large Positive Non-GAAP Earnings Adjustments Predict Abnormally High CEO Pay? *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3030953.

- Guillamon-Saorin E., Isidro H., Marques A. (2017). Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements. *Journal of Business Finance & Accounting* 44 (3-4): 448-479.
- Hayward M.L.A., Fitza M.A. (2017). Pseudo-Precision? Precise Forecasts and Impression Management in Managerial Earnings Forecasts. *Academy of Management Journal* 60 (3): 1094-1116.
- Healy P.M., Palepu K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics* 31 (1): 405–440.
- Healy P.M., Palepu K.G. (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7 (1): 1-11.
- Healy P.M., Wahlen J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Heflin F., Hsu C. (2008). The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 46 (2-3): 349-365.
- Heflin F., Hsu C., Jin Q. (2015). Accounting conservatism and Street earnings. *Review of Accounting Studies* 20 (2): 674-709.
- Henry E., Hu N., Jiang X. (2020). Relative Emphasis on Non-GAAP Earnings in Conference Calls: Determinants and Market Reaction. *European Accounting Review* 29 (1): 169-197.
- Hidalgo R.L., García-Meca E., Martínez I. (2011). Corporate Governance and Intellectual Capital Disclosure. *Journal of Business Ethics* 100 (3): 483-495.
- Hirshleifer D., Teoh S.H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3): 337-386.
- Hirst D.E., Koonce L., Venkataraman S. (2008). Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *Accounting Horizons* 22 (3): 315-338.
- Hitz J.-M. (2010). Press Release Disclosure of 'Pro Forma' Earnings Metrics by Large German Corporations – Empirical Evidence and Regulatory Recommendations. *Accounting in Europe* 7 (1): 63-86.

- Hogarth R.M. (1993). Accounting for decisions and decisions for accounting. *Accounting, Organizations and Society* 18 (5): 407-424.
- Holthausen R.W. (1990). Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of accounting and economics* 12 (1-3): 207–218.
- Holthausen R.W., Larcker D.F., Sloan R.G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of accounting and economics* 19 (1): 29–74.
- Holthausen R.W., Watts R.L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3): 3-75.
- Hoogervorst H. (2015). IASB Speech Mind the Gap (Between non-GAAP and GAAP).
- Hoogervorst H. (2018). IFRS - Japan and IFRS Standards - Japan and IFRS Standards.
- Hoogervorst H. (2016). Performance reporting and the pitfalls of non-GAAP metrics.
- Hribar P., Yang H. (2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting. *Contemporary Accounting Research* 33 (1): 204-227.
- Huang P., Zhang Y. (2012). Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources. *The Accounting Review* 87 (1): 199-229.
- Huang Q., Skantz T.R. (2016). The informativeness of pro forma and street earnings: an examination of information asymmetry around earnings announcements. *Review of Accounting Studies* 21 (1): 198-250.
- IASB (2014). International Accounting Standard 1. Londres, International Accounting Standard Board.
- IASB (2018). Cadre Conceptuel de l'Information Financière. Londres, International Accounting Standard Board.
- Ibrahim S.S. (2009). The Usefulness of Measures of Consistency of Discretionary Components of Accruals in the Detection of Earnings Management. *Journal of Business Finance & Accounting* 36 (9-10): 1087-1116.
- Iman R.L., Conover W.J. (1979). The Use of the Rank Transform in Regression. *Technometrics* 21 (4): 499-509.

- IOSCO (2002). Cautionary Statement Regarding Non-GAAP Results Measures. <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS4.pdf>
- IOSCO (2014). Proposed Statement on Non-GAAP Financial Measures. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>
- IOSCO (2016). Statement On Non-GAAP Financial Measures. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>
- Isidro H., Marques A. (2013). The Effects of Compensation and Board Quality on Non-GAAP Disclosures in Europe. *The International Journal of Accounting* 48 (3): 289-317.
- Isidro H., Marques A. (2015). The Role of Institutional and Economic Factors in the Strategic Use of Non-GAAP Disclosures to Beat Earnings Benchmarks. *European Accounting Review* 24 (1): 95-128.
- Isidro H., Marques A.C. (2019). Industry Competition and Non-GAAP Disclosures. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3377211.
- Jeanjean T. (1999). La théorie positive de la comptabilité: une revue des critiques. *Cahier du CEREG* : 99–12.
- Jeanjean T., Martinez I., Davrinche G. (2018). Non-IFRS Disclosure and Income Statement Disaggregation. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3299353
- Jennings R., Marques A. (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 & Accounting* 38 (3-4): 364-394.
- Jensen M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review* 76 (2): 323–329.
- Jensen M.C. (2004). The agency costs of overvalued equity and the current state of corporate finance. *European Financial Management* 10 (4): 549–565.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3 (4): 305–360.
- Jerman L., Sponem S. (2018). *Définition(s) comptable(s) de la performance. Une étude du travail de présentation et d'explication des directeurs financiers.*,

- Jerome T. (2013). *Stratégie(s) de diffusion volontaire d'informations sur les gaz à effet de serre: Le cas du Carbon Disclosure Project*. Doctorat en Sciences de Gestion. HEC Paris.
- Jo H., Kim Y. (2008). Ethics and Disclosure: A Study of the Financial Performance of Firms in the Seasoned Equity Offerings Market. *Journal of Business Ethics* 80 (4): 855-878.
- Jo K.M., Yang S. (2020). SEC Comment Letters on Firms' Use of Non-GAAP Measures: The Determinants and Firms' Responses. *Accounting Horizons* 34 (2): 167-184.
- Jung M.J., Naughton J.P., Tahoun A., Wang C. (2018). Do Firms Strategically Disseminate? Evidence from Corporate Use of Social Media. *The Accounting Review* 93 (4): 225-252.
- Jung W.-O., Kwon Y.K. (1988). Disclosure When the Market Is Unsure of Information Endowment of Managers. *Journal of Accounting Research* 26 (1): 146-153.
- Kasznik R., Lev B. (1995). To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise. *Accounting Review* 70 (1): 113-134.
- Kasznik R., McNichols M.F. (2002). Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting research* 40 (3): 727-759.
- Koh P.-S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review* 35 (2): 105-128.
- Kolev K., Marquardt C.A., McVay S.E. (2008). SEC scrutiny and the evolution of non-GAAP reporting. *The Accounting Review* 83 (1): 157-184.
- Kvaal E., Nobes C. (2012). IFRS Policy Changes and the Continuation of National Patterns of IFRS Practice. *European Accounting Review* 21 (2): 343-371.
- Kyung H., Lee H., Marquardt C. (2019). The effect of voluntary clawback adoption on non-GAAP reporting. *Journal of Accounting and Economics* 67 (1): 175-201.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics* 58 (1): 3-27.
- Lakhal F. (2006). Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 12 (2): 69.
- Lakhal F. (2005). Voluntary Earnings Disclosures and Corporate Governance: Evidence from France. *Review of Accounting and Finance* 4 (3): 64-85.
- Landrot A. (2018). Les sociétés entretiennent la confusion comptable. *L'AGEFI*.

- Landsman W.R., Miller B.L., Yeh S. (2007). Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting* 34 (3-4): 650-675.
- Lang M.H., Lundholm R.J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting review* 71 (4): 467–492.
- Lang M.H., Lundholm R.J. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?*. *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.
- Langberg N., Sivaramakrishnan K. (2010). Voluntary Disclosures and Analyst Feedback. *Journal of Accounting Research* 48 (3): 603-646.
- Lawrence A., Sloan R., Sun E. (2018). Why Are Losses Less Persistent Than Profits? Curtailments vs. Conservatism. *Management Science* 64 (2): 673-694.
- Lejoux C. (2018). La réforme fiscale montre les vertus des publications en normes « non-GAAP » - Plus USA. *Investir*.
- Leung E., Veenman D. (2018). Non-GAAP Earnings Disclosure in Loss Firms. *Journal of Accounting Research* 56 (4): 1083-1137.
- Leuz C., Wysocki P.D. (2016). The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting Research* 54 (2): 525-622.
- Lev B., Penman S.H. (1990). Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices. *Journal of Accounting Research* 28 (1): 49-76.
- Lev B., Zarowin P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *The Accounting Review* 37 (2): 353-385.
- Li F. (2008). Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3): 221-247.
- Li S. (2010). Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? *The Accounting Review* 85 (2): 607-636.
- Libby R., Emmett S.A. (2014). Earnings presentation effects on manager reporting choices and investor decisions. *Accounting and Business Research* 44 (4): 410-438.

- Lopez T.J., McCoy C., Taylor G.K., Young M. (2019). Are Investors Misled by Non-GAAP Expense Exclusions Used to Beat Analysts' Earnings Forecasts? *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3443860.
- Lougee B.A., Marquardt C.A. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of "pro forma" earnings. *The Accounting Review* 79 (3): 769–795.
- Louis H., Robinson D., Sbaraglia A. (2008). An integrated analysis of the association between accrual disclosure and the abnormal accrual anomaly. *Review of Accounting Studies* 13 (1): 23-54.
- Maines L.A., McDaniel L.S. (2000). Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format. *The accounting review* 75 (2): 179–207.
- Malone L., Tarca A., Wee M. (2016). IFRS non-GAAP earnings disclosures and fair value measurement S. Cahan, éd. *Accounting & Finance* 56 (1): 59-97.
- Marques A. (2010). Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. *The British Accounting Review* 42 (2): 119-131.
- Marques A. (2017). Non-GAAP earnings: international overview and suggestions for future research. *Meditari Accountancy Research* 25 (3): 318-335.
- Marques A. (2006). SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. *Review of Accounting Studies* 11 (4): 549-574.
- Matsumoto D.A. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77 (3): 483–514.
- Matsunaga S.R., Park C.W. (2001). The Effect of Missing a Quarterly Earnings Benchmark on the CEO's Annual Bonus. *The Accounting Review* 76 (3): 313-332.
- McCosh A.M. (1967). Accounting Consistency -- Key to Stockholder Information. *The Accounting Review* 42 (4): 693-700.
- McKenna F. (2019). Here's one way to tell if a company is overpaying its CEO. *MarketWatch*.
- McKenna F. (2018). Study: Earnings surprises are bigger, thanks to growing use of non-GAAP metrics. *MarketWatch*.

- McLannahan B. (2017). 'Anti-GAAP' reporting proves a growing menace. *Financial Times*.
- Mehring O., Mueller J., Sievers S., Sofilkanitsch C. (2020). Are Investors Misled by Exclusions of Recurring Expenses from Non-GAAP Earnings? *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3415109 : 121.
- Mercer M. (2004). How Do Investors Assess the Credibility of Management Disclosures? *Accounting Horizons* 18 (3): 185-196.
- Mercer M. (2005). The Fleeting Effects of Disclosure Forthcomingness on Management's Reporting Credibility. *The Accounting Review* 80 (2): 723-744.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N.M. (2011). A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives. *Accounting and Business Research* 41 (5): 415-437.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N.M. (2017). A theoretical framework of external accounting communication: Research perspectives, traditions, and theories. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 30 (2): 433-469.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N.M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature* 26 (1): 116-196.
- Merkley K.J. (2014). Narrative Disclosure and Earnings Performance: Evidence from R&D Disclosures. *The Accounting Review* 89 (2): 725-757.
- Michaïlesco C. (2017). Communiquer sur les résultats annuels: L'usage de la tonalité par les sociétés du Cac 40. *Revue Française de Gestion* 43 (263): 11-29.
- Michaïlesco C. (2000). Perspectives pour la recherche sur les déterminants de l'offre d'information des entreprises. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 6 (3): 83-94.
- Milgrom P.R. (1981). Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. *The Bell Journal of Economics* 12 (2): 380-391.
- Miller G.S. (2002). Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 173-204.
- Morais A.I., Fialho A., Dionísio A. (2018). Is the accounting quality after the mandatory adoption of IFRS a random walk? Evidence from Europe. *Journal of Applied Accounting Research* 19 (3): 334-350.

- Morris R.D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research* 18 (69): 47-56.
- Nagar V., Nanda D., Wysocki P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics* 34 (1-3): 283-309.
- NAREIT (2018). NAREIT FFO White Paper - Restatement. [https://www.reit.com/sites/default/files/2018-FFO-white-paper-\(11-27-18\).pdf](https://www.reit.com/sites/default/files/2018-FFO-white-paper-(11-27-18).pdf)
- NAREIT (2003). NAREIT Financial Reporting Alert. <https://www.reit.com/sites/default/files/media/Portals/0/Files/Nareit/htdocs/members/policy/accounting/ALERT7703.pdf>
- NAREIT (2002). White Paper on Funds From Operations. https://s24.q4cdn.com/792170126/files/doc_presentations/Nareit_FFO_White_Paper_2002.pdf
- Nègre E. (2014). *Informations volontaires lors des OPA/OPE : de la décision de diffusion à leur influence sur les actionnaires*. Doctorat en Sciences de Gestion. Université Toulouse 1 Capitole.
- Nègre E., Martinez I. (2013). Une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 19 (2): 71–100.
- Nichols D.C., Wahlen J.M. (2004). How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence. *Accounting Horizons* 18 (4): 263-286.
- Nichols N.B., Gray S.J., Street D.L. (2005). Pro Forma Adjustments to GAAP Earnings: Bias, Materiality, and SEC Action. *Research in Accounting Regulation* 18: 29-52.
- Parrino R., Sias R.W., Starks L.T. (2003). Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 68 (1): 3-46.
- Patelli L., Prencipe A. (2007). The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder. *European Accounting Review* 16 (1): 5-33.
- Penman S.H. (1980). An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 18 (1): 132-160.

- Peterson K., Schmardebeck R., Wilks T.J. (2015). The Earnings Quality and Information Processing Effects of Accounting Consistency. *The Accounting Review* 90 (6): 2483-2514.
- Poletti T. (2019). Dell returns to public markets with inscrutable numbers. *MarketWatch*.
- Posner R. (2001). Theories of economic regulation. *The Economics of Public Law—The collected economic essays of Richard A. Posner Volume Three Edward Elgar*.
- Pourtier F. (2004). La publication d'informations financières volontaires : synthèse et discussions. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 10 (1): 79-102.
- Prodhan B.K., Harris M.C. (1989). Systematic Risk and the Discretionary Disclosure of Geographical Segments: an Empirical Investigation of Us Multinationals. *Journal of Business Finance & Accounting* 16 (4): 467-485.
- Raffournier B. (2007). Les oppositions françaises à l'adoption des IFRS : examen critique et tentative d'explication. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 13 (3): 21.
- Raffournier B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review* 4 (2): 261-280.
- Rainsbury E.A. (2017). The Impact of the FMA Guidelines of Non-GAAP Earnings Disclosures. *Australian Accounting Review* 27 (4): 480-493.
- Rapoport M. (2016). SEC Probes Whether Companies Are Misusing Adjusted Earnings Metrics. *Wall Street Journal*.
- Rapoport M. (2013). SEC Task Force Probes Use of Non-GAAP Metrics. *Wall Street Journal*.
- Reimsbach D. (2014). Pro forma earnings disclosure: the effects of non-GAAP earnings and earnings-before on investors' information processing. *Journal of Business Economics* 84 (4): 479-515.
- Ribeiro A., Shan Y., Taylor S. (2018). Non-GAAP Earnings and the Earnings Quality Trade-off. *Working paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3277318.
- Rogers J.L., Stocken P.C. (2005). Credibility of Management Forecasts. *The Accounting Review* 80 (4): 1233-1260.
- Ross S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics* 8 (1): 23-40.

- Rutherford B.A. (2003). Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance. *Journal of Management and Governance* 7: 187-210.
- Salzman A. (2019). Big Pharma Earnings Might Not Be as Good as They Look. *Barrons*.
- Schleicher T., Walker M. (2010). Bias in the tone of forward-looking narratives. *Accounting and Business Research* 40 (4): 371-390.
- Schnackenberg A.K., Tomlinson E.C. (2016). Organizational Transparency: A New Perspective on Managing Trust in Organization-Stakeholder Relationships. *Journal of Management* 42 (7): 1784-1810.
- Schneider D.J. (1969). Tactical self-presentation after success and failure. *Journal of Personality and Social Psychology* 13 (3): 262-288.
- Scott T.W. (1994). Incentives and disincentives for financial disclosure: Voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by Canadian firms. *Accounting Review* 69 (1): 26–43.
- SEC (2003). Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures. <https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>
- SEC (2016). Compliance and Disclosure Interpretations: Non-GAAP Financial Measures. <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>
- Seetharaman A., Wang X. (Frank), Zhang S. (Bill) (2014). An Empirical Analysis of the Effects of Accounting Expertise in Audit Committees on Non-GAAP Earnings Exclusions. *Accounting Horizons* 28 (1): 17-37.
- Senn (2018). ‘Comply or Explain’ If You Do Not Disclose Environmental Accounting Information: Does New French Regulation Work? In *Sustainability Accounting. Advances in Environmental Accounting & Management*. : Emerald Publishing Limited, : 113-133.
- Shanthikumar D.M. (2012). Consecutive Earnings Surprises: Small and Large Trader Reactions. *The Accounting Review* 87 (5): 1709-1736.
- Shleifer A. (2012). Psychologists at the Gate: A Review of Daniel Kahneman’s *Thinking, Fast and Slow*. *Journal of Economic Literature* 50 (4): 1080-1091.

- Shleifer A., Vishny R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy* 96 (3): 461–488.
- Skinner D.J. (1994). Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research* 32 (1): 38-60.
- Spence M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355-374.
- Stocken P.C. (2000). Credibility of Voluntary Disclosure. *The RAND Journal of Economics* 31 (2): 359.
- Suijs J. (2007). Voluntary disclosure of information when firms are uncertain of investor response. *Journal of Accounting and Economics* 43 (2-3): 391-410.
- Teitelbaum R. (2015). Non-GAAP Numbers May Confuse Investors: SEC Chair. *WSJ*.
- Trainer D. (2019). Lending Club Admits To Using Misleading Non-GAAP Metrics. *Forbes*.
- Trueman B. (1997). Managerial Disclosures and Shareholder Litigation. *Review of Accounting Studies* 1: 181-199.
- Trueman B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of accounting and economics* 8 (1): 53–71.
- Tully S. (2016). When Donald Trump Got in Trouble with the SEC. *Fortune*.
- Venter E.R., Emanuel D., Cahan S.F. (2014). The Value Relevance of Mandatory Non- GAAP Earnings. *Abacus* 50 (1): 1-24.
- Verrecchia R.E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5: 179-194.
- Verrecchia R.E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 12 (4): 365-380.
- Verschoor C.C. (2014). Is Non-GAAP Reporting Unethical. *Ethics*.
- Vincent L. (1999). The information content of funds from operations (FFO) for real estate investment trusts (REITs). *Journal of Accounting and Economics* 26 (1-3): 69-104.
- Washburn M., Bromiley P. (2014). Managers and Analysts: An Examination of Mutual Influence. *Academy of Management Journal* 57 (3): 849-868.
- Watson A., Shrivies P., Marston C. (2002). Voluntary Disclosure of Accounting ratios in the U.K. *The British Accounting Review* 34 (4): 289-313.

- Watts R.L., Zimmerman J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review* 53 (1): 112–134.
- Waymire G. (1984). Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 22 (2): 703-718.
- Wen X. (2013). Voluntary Disclosure and Investment*: Voluntary Disclosure and Investment. *Contemporary Accounting Research* 30 (2): 677-696.
- Westphal J.D., Bednar M.K. (2008). The Pacification of Institutional Investors. *Administrative Science Quarterly* 53 (1): 29-72.
- Wieland M.M., Dawkins M.C., Dugan M.T. (2013). The Differential Value Relevance of S&P's Core Earnings Versus GAAP Earnings: The Role of Stock Option Expense. *Journal of Business Finance & Accounting* 40 (1-2): 55-81.
- Williams P.A. (1996). The Relation between a Prior Earnings Forecast by Management and Analyst Response to a Current Management Forecast. *The Accounting Review* 71 (1): 103-115.
- Williamson O.E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American journal of sociology* 87 (3): 548–577.
- Yip R.W.Y., Young D. (2012). Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Comparability? *The Accounting Review* 87 (5): 1767-1789.
- Young S. (2014). The drivers, consequences and policy implications of non-GAAP earnings reporting. *Accounting and Business Research* 44 (4): 444–465.
- Zhang H., Zheng L. (2011). The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2): 186-202.
- Zhang J.H. (2018). Accounting Comparability, Audit Effort, and Audit Outcomes. *Contemporary Accounting Research* 35 (1): 245-276.
- Zhang Y., Wiersema M.F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: the signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal* 30 (7): 693-710.

Liste des tableaux

Tableau 1. Définition des principales autorités de régulation	25
Tableau 2. Champ d'application des orientations de l'ESMA	42
Tableau 3. Modalités de calcul du résultat EPRA	54
Tableau 4. Synthèse : études de value-relevance	94
Tableau 5. Synthèse : études de déterminants (1/2)	96
Tableau 6. Synthèse : étude de déterminants (2/2).....	101
Tableau 7. Synthèse : impact de la régulation sur la divulgation de RNGAAP	108
Tableau 8. Récapitulatif des hypothèses	120
Tableau 9. Constitution de l'échantillon principal.....	136
Tableau 10. Distribution de l'échantillon par année et secteur d'activité.....	137
Tableau 11. Comparaison de l'échantillon d'étude et de l'échantillon de contrôle	138
Tableau 12. Comparaison de l'échantillon avant et après l'intervention de l'ESMA / AMF	140
Tableau 13. Définition des variables mesurant les dimensions constitutives des stratégies de divulgation de RNGAAP	153
Tableau 14. Définition des variables utilisées pour le test des hypothèses de recherche	163
Tableau 15. Fréquence de divulgation par type d'indicateur	178
Tableau 16. Combinaisons de communication.....	178
Tableau 17. Désignations des RNGAAP au sein des communiqués de presse	181
Tableau 18. La régularité de divulgation des RNGAAP.....	182
Tableau 19. Typologie et ampleur des retraitements non-GAAP	184
Tableau 20. Régularité de calcul des RNGAAP	185
Tableau 21. Ampleur des retraitements non-GAAP selon les types d'indicateurs	187
Tableau 22. Scores de transparence de divulgation.....	188
Tableau 23. Scores de proéminence des RNGAAP	189
Tableau 24. Evolution des stratégies de divulgation et impact des orientations de l'ESMA / AMF	193
Tableau 25. Comparaison des entreprises ayant arrêté de divulguer avec celles ayant continué (ou commencé) à divulguer après 2015	195
Tableau 26. Prise en compte des dispositifs de gouvernance.....	198
Tableau 27. Proéminence accordée aux RNGAAP par type d'indicateur	203
Tableau 28. Ampleur des retraitements non-GAAP selon le degré de proéminence	205
Tableau 29. Transparence des RNGAAP selon le degré de proéminence	206
Tableau 30. Statistiques descriptives des variables indépendantes et de contrôle.....	230
Tableau 31. Matrice de corrélations des variables indépendantes.....	232
Tableau 32. Valeur des VIF des variables explicatives.....	234
Tableau 33. Les déterminants de la localisation des RNGAAP au sein des communiqués (modèles 1 et 2).....	237
Tableau 34. Les déterminants du nombre d'occurrences des RNGAAP au sein des communiqués de presse (modèles 3 et 4).....	241
Tableau 35. Synthèse : test des hypothèses de recherche.....	244

Tableau 36. Analyse complémentaire : présence de RNGAAP dans le titre du communiqué	247
Tableau 37. Impact de la régulation sur la localisation des RNGAAP	251
Tableau 38. Impact de la régulation sur le nombre d'occurrences des RNGAAP	252

Liste des figures

Figure 1. Articulation des questions de recherche de la thèse.....	14
Figure 2. RNGAAP et IAP	26
Figure 3. Les frontières des RNGAAP.....	29
Figure 4. Passage du résultat GAAP au RNGAAP	32
Figure 5. Transposition des orientations de l'ESMA en France.....	44
Figure 6. Cadre réglementaire et institutionnel.....	56
Figure 7. Fréquence de divulgation de RNGAAP (Source : Black et al., 2018)	66
Figure 8. Catégories de RNGAAP	68
Figure 9. Réconciliation numérique du RNGAAP de l'entreprise Ubisoft	75
Figure 10. En-tête du communiqué de résultats annuels de Tarkett SA.....	77
Figure 11. Les dimensions des stratégies de divulgation de RNGAAP	80
Figure 12. Réaction des investisseurs suite à la divulgation de RNGAAP (source : Bradshaw et Sloan, 2002) ..	92
Figure 13. Résultat comptable et flux de trésorerie futurs (Source : Nichols et Walhen, 2004)	97
Figure 14. Procédure de collecte des RNGAAP dans les communiqués de presse.....	133
Figure 15. Combinaisons de communication par secteur d'activité	179
Figure 16. Etat des lieux des stratégies de divulgation en France : synthèse	214
Figure 17. Conséquences des orientations de l'ESMA / AMF sur les stratégies de divulgation de RNGAAP : synthèse.....	219
Figure 18. Déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP (1/2).....	258
Figure 19. Déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP (2/2).....	261

Table des matières

Introduction générale	1
1. Objet et contexte de la recherche	1
2. Questions de recherche	7
3. Démarche générale de la thèse et principaux résultats.....	15
4. Intérêts de la recherche	16
5. Plan de la thèse	17
Chapitre 1. Présentation conceptuelle de l'objet de recherche	19
Introduction du chapitre 1.....	21
Section 1. Description de l'objet de recherche et des concepts clés.....	23
1. Le RNGAAP : un concept aux frontières floues.....	23
2. Les caractéristiques attribuées aux RNGAAP	30
Conclusion de la section 1	35
Section 2. Cadre règlementaire et institutionnel	37
1. Encadrement par les autorités de régulation des marchés financiers	37
2. Implication des instances de normalisation comptable	46
3. Rôle des entreprises et des parties prenantes	52
Conclusion de la section 2	57
Conclusion du chapitre 1	59
Chapitre 2. La divulgation de RNGAAP : revue de la littérature et hypothèses.....	61
Introduction du chapitre 2.....	63
Section 1. Les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français.....	65
1. Dimension liée à la divulgation <i>stricto-sensu</i>	65
2. Dimension liée au calcul des RNGAAP	69
3. Dimension liée à la présentation des RNGAAP.....	72
Conclusion de la section 1	79
Section 2. Les motivations de la divulgation de RNGAAP	81
1. Cadre théorique : la divulgation volontaire d'information	81
2. Logiques de divulgation de RNGAAP et pressions règlementaires	91
Conclusion de la section 2	109
Section 3. Hypothèses de recherche : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP	111
1. Hypothèses relatives à l'utilisation des retraitements non-GAAP	111
2. Hypothèse relative à l'atteinte / dépassement de résultats cibles.....	113

3. Hypothèse relative à la pertinence du résultat GAAP.....	114
4. Hypothèse relative à la complexité interne de l'entreprise.....	116
5. Hypothèses relatives à l'influence de l'actionnariat institutionnel et des analystes financiers.....	117
Conclusion de la section 3.....	121
Conclusion du chapitre 2.....	123
Chapitre 3. Démarche méthodologique.....	125
Introduction du chapitre 3.....	127
Section 1. Collecte de données et description de l'échantillon.....	129
1. Justification de la démarche adoptée.....	129
2. Collecte de données.....	132
3. Description de l'échantillon d'étude.....	134
Conclusion de la section 1.....	141
Section 2. Mesure des dimensions des stratégies de divulgation de RNGAAP.....	143
1. Variables relatives aux retraitements non-GAAP.....	143
2. Variables relatives à la transparence de divulgation des RNGAAP.....	145
3. Variables relatives à la proéminence accordée aux RNGAAP.....	146
4. Variables relatives à la régularité de divulgation dans le temps.....	150
Conclusion de la section 2.....	155
Section 3. Modèles explicatifs : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP.....	157
1. Variables explicatives de la proéminence accordée aux RNGAAP par les dirigeants.....	157
2. Modèles de régression utilisés.....	165
Conclusion de la section 3.....	169
Conclusion du chapitre 3.....	171
Chapitre 4. Résultats : les stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français.....	173
Introduction du chapitre 4.....	175
Section 1. Etat des lieux des stratégies de divulgation de RNGAAP dans le contexte français.....	177
1. Description des stratégies de divulgation en France.....	177
2. Evolution des stratégies de divulgation de RNGAAP et impact des orientations de l'ESMA / AMF.....	191
Conclusion de la section 1.....	201
Section 2. Place de la proéminence dans les stratégies de divulgation de RNGAAP.....	203
1. Proéminence accordée aux RNGAAP et choix d'indicateurs.....	203
2. Proéminence accordée aux RNGAAP et choix de calcul.....	204
3. Proéminence accordée aux RNGAAP et transparence de communication.....	206
Conclusion de la section 2.....	207

Section 3. Synthèse et discussion des résultats.....	209
1. La divulgation de RNGAAP en France : une pratique aux multiples facettes.....	209
2. Une pratique en évolution et marquée par l'intervention de l'ESMA / AMF.....	215
Conclusion de la section 3.....	221
Conclusion du chapitre 4.....	223
Chapitre 5. Résultats : les déterminants de la proéminence accordée aux RNGAAP.....	225
Introduction du chapitre 5.....	227
Section 1. Test des hypothèses de recherche.....	229
1. Présentation des variables indépendantes et tests préliminaires.....	229
2. Estimation des paramètres des modèles de régression.....	234
Conclusion de la section 1.....	243
Section 2. Analyses complémentaires.....	245
1. Variable dépendante alternative : présence du RNGAAP dans le titre du communiqué.....	245
2. Impact de l'intervention de l'ESMA / AMF.....	249
Conclusion de la section 2.....	253
Section 3. Synthèse et discussion des résultats.....	255
1. La proéminence accordée aux RNGAAP : une pratique reflétant des motivations ambivalentes.....	255
2. L'influence de l'actionnariat institutionnel et des analystes financiers.....	262
Conclusion de la section 3.....	267
Conclusion du chapitre 5.....	269
Conclusion générale.....	271
1. Contributions.....	271
2. Limites et pistes de recherche.....	274
Bibliographie.....	279
Liste des tableaux.....	305
Liste des figures.....	307
Table des matières.....	309

Stratégies et motivations associées à la divulgation de résultats « non-GAAP » dans
le contexte français

Résumé : La divulgation de résultats « non-GAAP » (RNGAAP) a connu un essor sans précédent au cours des dernières années. Les RNGAAP ne font l'objet d'aucune norme comptable en vigueur et sont supposés représenter une mesure de résultat plus pertinente pour les investisseurs. Cependant, leur communication laisse également une latitude considérable aux dirigeants que ces derniers sont en mesure d'exploiter.

Cette thèse vise dans un premier temps à documenter les stratégies de divulgation de RNGAAP adoptées en France et à mesurer l'impact de l'intervention du régulateur européen sur ces stratégies. Notre échantillon est composé de 569 RNGAAP communiqués par les entreprises du SBF 120 entre 2011 et 2017. Nos résultats révèlent que la divulgation de RNGAAP est une pratique routinière marquée par des spécificités propres au contexte français. Toutefois, les dirigeants exercent une latitude importante dans les choix de calcul et de présentation de ces indicateurs. Bien que la régulation se soit traduite par une amélioration de la transparence de communication et d'une diminution de l'opportunisme des dirigeants, ses effets sur la prééminence accordée aux RNGAAP apparaissent plus mitigés.

Dans un second temps, cette thèse cherche à identifier les facteurs expliquant la décision des dirigeants d'accorder davantage de prééminence aux RNGAAP. Conformément à l'hypothèse d'une gestion des impressions, nous constatons que cette pratique permet aux dirigeants « d'embellir » l'image de l'entreprise. Cependant, la prééminence permet également aux dirigeants de réduire l'asymétrie d'information liée à la faible pertinence du résultat GAAP et à la complexité interne de l'entreprise.

Mots-clés : résultats « non-GAAP » ; stratégies de divulgation ; prééminence ; déterminants

Strategies and motivations of “non-GAAP” earnings disclosure in the
French setting

Abstract: The disclosure of “non-GAAP” earnings (NGE) has grown considerably over the last years. NGE are not prepared in accordance with accounting standards and should represent a more relevant measure of the firm's results for investors. However, the discretion over NGE disclosure can be used by managers to mislead investors.

First of all, this thesis aims to study NGE disclosure strategies by French listed firms and to assess the impact of the European regulation on those strategies. Our sample consists of 569 NGE disclosed by SBF 120 firms during the period 2011-2017. Our results reveal that NGE disclosure follows a consistent pattern that reflects some features of the French context. Nonetheless, managers exercise considerable latitude when calculating and presenting these indicators. Although the regulation has resulted in improved transparency and a reduction of managers' opportunism, its effects on the prominence given to NGE is less substantial.

Second, this thesis investigates the factors explaining the prominence given to NGE by managers. Consistent with impressions management hypothesis, we find that this practice allows managers to portray a more favorable picture of the firm's results. At the same time, the prominence given to NGE is also a mean to reduce information asymmetry resulting from the low value relevance of GAAP earnings and the firm's complexity.

Keywords: “non-GAAP” earnings; disclosure strategies; prominence; determinants