

Pertinence des mesures non-GAAP pour les marchés boursiers : Le cas des firmes du CAC 40

Denis Cormier

Professeur
ESG UQAM

Cormier.denis@uqam.ca

Samira Demaria

Maitre de conférences
Université de Nice Sophia Antipolis
GREDEG UMR CNRS 7321

demaria@unice.fr

Résumé

Cette étude porte sur l'utilisation des mesures non-GAAP par les groupes français du CAC 40 et sur son incidence sur les marchés boursiers en intégrant la gouvernance d'entreprise. Nos principaux résultats sont les suivants. Premièrement, nous constatons un effet de complémentarité entre le résultat résiduel et les non-GAAP pour la valorisation boursière. Deuxièmement, en présence d'une bonne gouvernance, l'impact de la publication de non-GAAP (en nombre) sur la valorisation des résultats résiduels diminue. Cela pourrait signifier qu'une abondance de non-GAAP réduit sa pertinence. La gouvernance se substituerait aux mesures non-GAAP (en nombre) dans la valorisation des résultats. Troisièmement la gouvernance en elle-même a un impact positif sur la valorisation des résultats. Toutefois, contrairement au nombre de non-GAAP divulgués, le niveau de détails (en nombre de pages) n'est pas affecté par la gouvernance dans la valorisation des résultats. Cela pourrait s'expliquer par le fait que l'AMF prône une conciliation entre les non-GAAP et les données financières IFRS. Quatrièmement, nos résultats laissent à penser qu'après un certain seuil, les non-GAAP (en nombre ou en pages) créent de l'asymétrie sur les marchés boursiers.

Mots-clefs : Gouvernance, Non-GAAP, résultat résiduel, valorisation boursière.

Abstract

This study focuses on the use of non-GAAP by French companies (CAC 40) and its impact on the stock market controlling for corporate governance. Our main results are as follows. First, we find a complementary effect between residual earnings and non-GAAP for market valuation. Second, in the presence of good governance, the impact of the publication of non-GAAP (number) on the valuation of residual results decreases. This could mean an abundance of non-GAAP reduces its relevance. Corporate governance would substitute to non-GAAP measures (number) for residual earnings valuation. Third governance itself has a positive impact on residual earnings valuation. However, unlike the number of non-GAAP published, the level of detail (number of pages) is not affected by corporate governance in residual earnings valuation. This could be explained by the fact that the AMF advocates for a reconciliation of non-GAAP and IFRS financial data. Fourth, our results suggest that after a certain threshold, non-GAAP (number or pages) create asymmetry in equity markets.

Key words: Corporate governance, Non-GAAP, Residual earnings, Stock market valuation.

I. Introduction

La communication financière des sociétés cotées est un enjeu crucial pour le développement des marchés et l'appréciation des risques par les investisseurs. De plus en plus les sociétés communiquent une information financière issue des états financiers conformes aux normes en vigueur, mais aussi une information dite non-GAAP ou extra comptable. Une mesure non-GAAP est une information qui n'est pas définie par la réglementation comptable. Selon Goldschmid (2013) une information non-GAAP est une mesure chiffrée de la performance financière passée ou future de l'entreprise, de la situation financière ou des flux de trésorerie qui comprend ou ne comprend pas les montants de mesure conforme aux normes comptables directement comparables.

Aux Etats-Unis la Securities and Exchange Commission (SEC) autorise les sociétés à diffuser une information financière non-GAAP dans leur documentation publique à condition qu'elles répondent aux exigences des textes Regulation G et Item 10. Dans la lignée de la loi Sarbanes Oxley en 2002, le régulateur américain a choisi d'encadrer la publication d'informations non-GAAP, en exigeant que l'information non-GAAP diffusée soit conciliée avec l'information comptable la plus proche.

En Europe, l'application des International Financial Reporting Standards (IFRS) depuis 2005 aurait dû uniformiser l'information comptable des pays membres afin d'aboutir à une information de haute qualité et comparable au sein de l'espace européen. Néanmoins, d'après Heem (2007) les entreprises soumises aux IFRS ont la possibilité de présenter des indicateurs financiers non définis par les IFRS mais jugés significatifs. De même l'étude menée par PWC (2007) montre que le passage aux normes IFRS n'a pas changé les pratiques en termes de communication financière.

L'IASB est conscient qu'une prolifération des mesures non-GAAP pourrait conduire à une baisse de la pertinence de l'information des utilisateurs, surtout si ces mesures ne sont pas expliquées et conciliées avec des données comptables (IFRS Advisory Council, 2011). Dans le cadre de ces travaux sur l'information financière et le cadre conceptuel, l'IASB admet que la multiplication des mesures non-GAAP pourrait s'expliquer par le fait que les données du compte de résultats et du résultat global ne sont pas suffisantes pour comprendre la performance de l'entité. En tout état de cause à l'heure actuelle, l'IASB n'a pas encore clairement réglementé la diffusion d'information non-GAAP. Tout au plus, un forum de discussion de l'IASB (Discussion Forum, IASB, mai 2013) s'est penché sur la question. On y mentionne que de nombreux utilisateurs ont soulevé la question des données non-GAAP et souhaitent une conciliation des chiffres non-GAAP par rapport aux données comptables en IFRS.

Certaines normes comptables peuvent contribuer à la prolifération des mesures non-GAAP. La norme IFRS 8 portant sur l'information sectorielle en est un exemple. La norme exige que les informations publiées soient basées sur les informations utilisées en interne, qui ne sont pas nécessairement entièrement conformes aux normes IFRS utilisées dans les états financiers consolidés. Cette vision « à travers les yeux du management » conduisant à la diffusion d'information sectorielle non-IFRS soit non-GAAP est critiqué par de nombreuses parties prenantes (Sukhraj, 2007 ; Véron, 2007a). L'étude menée par la Société Française des Analystes Financiers sur 53 sociétés appartenant au CAC 40 et au NEXT 20, montre que la première application de la norme IFRS 8 a conduit à la diffusion d'une quinzaine d'indicateurs non-GAAP différents, que ceux-ci ne sont pas accompagnés d'une information suffisante et que dans 45% des cas aucune conciliation avec les données comptables n'est possible. L'étude conclut à une réduction de la comparabilité de l'information financière avec l'application de la norme IFRS 8 (SFAF, 2011). Ce constat est partagé par Walton (2013) selon qui l'information sectorielle issue d'IFRS 8 ne peut être comparable.

Du point de vue français, l'Autorité des marchés financiers ne peut que constater le développement d'indicateurs non-GAAP, tout en souhaitant que leur usage soit entouré de certaines précautions : définir ces indicateurs de façon précise, conserver la même composition d'un exercice à l'autre, rapprocher ces indicateurs des données comptables présentées (AMF, 2009). Dans une étude sur les indicateurs publiés

dans les communiqués financiers, l’Autorité des marchés financiers constate que 41% des groupes français publie des mesures non-GAAP. Néanmoins les entités françaises sont 93% à définir ces données et 48% à établir un état de conciliation (AMF, 2010).

Du point de vu des firmes, la diffusion d’une information non-GAAP, en supplément de l’information comptable obligatoire, contribue à représenter plus justement la performance de la société et sa santé financière (Bansal et al., 2013). Néanmoins du fait que ces informations sont souvent non auditées et soumises à aucune règle de calculs, ces pratiques soulèvent de nombreuses questions (Cormier et al., 2011). Le fait qu’il ne s’agit pas de soldes comptables officiels peut conduire à des dérives. En les utilisant de façon incorrecte dans leur communication, certains préparateurs prennent des libertés avec la sincérité de l’information financière (Gélard, 2013).

Les recherches consacrées à la diffusion de mesures non-GAAP étudient d’une part l’évolution de la quantité d’information communiquée (Heflin et Hsu, 2008 ; Marques 2010 ; Nichols et al. 2012), et d’autre part la pertinence de cette information pour les marchés (Wiedland et al. 2013 ; Cormier et Magnan 2013 ; Venter et al 2014). Un autre pan de la littérature rapproche la diffusion de non-GAAP et la qualité de la gouvernance d’entreprise. Un faible niveau de gouvernance conduirait un une recrudescence de non-GAAP (Frankel et al, 2011 ; Isidro et Marques 2013). On peut constater que la majorité des études antérieures sont consacrées au cas américain ou européen au sens large. En dehors de l’étude d’Aubert (2010), il n’existe pas à notre connaissance de travaux dédiés au cas français.

C’est pourquoi, cet article vise à étudier la manière dont les grands groupes français (CAC 40) utilisent les mesures non-GAAP. Nous souhaitons identifier si les critères de gouvernance ont un impact sur la quantité (et la qualité) des mesures non-GAAP émises. Et par ailleurs nous étudions la valorisation de cette information extra-comptable par le marché financier.

Nos résultats sont les suivants. Premièrement, nous constatons un effet de complémentarité entre le résultat résiduel et les mesures non-GAAP pour la valorisation boursière. Deuxièmement, en présence d’une bonne gouvernance, l’impact de la publication de non-GAAP (en nombre) sur la valorisation des résultats résiduels diminue. Cela pourrait signifier qu’une abondance de non-GAAP réduit sa pertinence. Dès lors, la gouvernance se substitue aux mesures non-GAAP (en nombre) dans la valorisation des résultats. Troisièmement la gouvernance en elle-même est associée à une plus grande valorisation des résultats. Toutefois, contrairement au nombre de non-GAAP divulgués, le niveau de détails (nombre de pages) n’est pas affecté par la gouvernance dans la valorisation des résultats. Cela pourrait s’expliquer par le fait que l’Autorité des marchés financiers prône une conciliation entre les non-GAAP et les données financières IFRS, ce qui augmenterait la crédibilité de l’information face aux investisseurs. Quatrièmement, nos résultats laissent à penser qu’après un certain seuil, un surplus de non-GAAP (en nombre ou en page) crée de l’asymétrie sur les marchés boursiers.

L’article est organisé de la façon suivante : la section 1 présente le cadre de la recherche. La section 2 discute des pratiques en termes de non-GAAP des firmes françaises. La section 3 présente la méthodologie. Les résultats suivent à la section 4 et la dernière section tient lieu de conclusion.

II. Cadre de la recherche

Cette section présente dans un premier temps une revue de la littérature des travaux antérieurs sur la divulgation d’information non-GAAP (1), puis dans un second temps les pratiques concernant la diffusion de mesures non-GAAP par les firmes françaises (2).

1. Revue de la littérature

Les travaux antérieurs sont présentés selon deux axes : d'abord les recherches portant sur la diffusion et la pertinence des mesures non-GAAP (1.1), puis le lien entre les modes de gouvernance et la diffusion de mesures non-GAAP (1.2).

1.1. Diffusion et pertinence des mesures non-GAAP

Les recherches sur la diffusion non-GAAP étudient principalement la quantité et la qualité des indicateurs diffusés, la pertinence de ces mesures par rapport à l'information comptable ou bien leur valorisation par les marchés boursiers.

Heflin and Hsu (2008) étudient les rapports trimestriels de 2 138 firmes américaines sur la période 2000-2005. Les auteurs montrent que le durcissement de la réglementation par la SEC de la diffusion d'information non-GAAP et le rapprochement obligatoire avec la mesure comptable la plus proche, a eu des effets sur la communication financière. En effet les auteurs constatent un déclin de la publication de chiffres non-GAAP. Sur un échantillon si similaire Marques (2010) étudie la diffusion d'information financière non-GAAP de 361 sociétés, issues de l'indice américain S&P 500, pour la période 2001-2003. L'auteur met en évidence un usage important d'informations non-GAAP, puisque 68% de son échantillon diffuse régulièrement sur la période de telles mesures. L'auteur suggère que les managers insistent stratégiquement sur les mesures non-GAAP relatives aux résultats plutôt que sur les mesures comptables. D'ailleurs, elle montre que les mesures non-GAAP apparaissent en premier dans les communiqués de presse par rapports aux données comptables. Dans un contexte européen, Nichols et al. (2012) étudient l'application d'IFRS 8 par 365 firmes appartenant aux 14 principaux indices européens (à l'exclusion du Royaume-Uni) pour la période 2008-2009. Les auteurs font apparaître que cette norme conduit à un manque de comparabilité en matière de mesure de la profitabilité des segments d'activité, et à un recours accru à la diffusion d'information non-GAAP. En effet, il apparaît une hausse significative des mesures de profitabilité non-IFRS qui sont néanmoins rapprochées de la mesure IFRS la plus proche.

Il semblerait que la communication de mesures non-GAAP se fasse avec une volonté de diffuser une information financière plus avantageuse que l'information comptable. Ainsi, Aubert (2010) étudie 116 communiqués financiers émis par des firmes françaises cotées sur le NYSE-Euronext Paris entre 1996 et 2006. L'auteur montre que les résultats non-GAAP diffusés sont plus élevés que les résultats conformes aux normes en vigueur. Il estime donc que ces mesures sont une méthode d'augmentation des résultats. En effet il identifie que 82% des résultats positifs non-GAAP auraient été négatifs avec une mesure comptable. Il conclut que l'information non-GAAP diffusée conduit à désinformer les acteurs du marché en diffusant une information non réglementée, principalement dans le but d'améliorer cosmétiquement les résultats financiers en les rendant plus attractifs pour les investisseurs. De même, Webber et al. (2013) étudient les communiqués de pressés du quatrième trimestre de 98 firmes appartenant au S&P 100 sur la période 2005-2010. Les auteurs constatent une forte augmentation de la communication non-GAAP concernant le résultat net, en particulier suite à la crise financière de 2008. Les auteurs montrent que les mesures non-GAAP relatives aux résultats permettent d'afficher des indicateurs plus élevés après retraitement que le résultat comptable. L'étude des différents retraitements opérés montrent que les sociétés ajustent le résultat comptable des charges de restructuration, des provisions (sur immobilisations corporelles, financières et sur les goodwill), et des gains/pertes nets sur instruments financiers et actifs tangibles.

Concernant les travaux portant sur la valorisation des mesures non-GAAP par les marchés financiers, il semblerait que les lecteurs des comptes soient sensibles à cette information et la trouve pertinente pour la prise de décision. Ainsi, deux études qui se focalisent sur un indicateur en particulier montrent leur intérêt pour les marchés. D'abord, Wiedland et al. (2013) étudient près de six mille sociétés soumises aux normes

US GAAP sur la période 2001-2009. Les auteurs montrent que le « core earnings »¹, mesure créée par Standard & Poors, est mieux valorisé par le marché que les indicateurs selon les normes comptables en vigueur. Puis, Venter et al. (2014) s'intéressent au cas de l'Afrique du Sud, pays exigeant la publication de mesures non-GAAP liées aux résultats. Les auteurs montrent la pertinence du « headline earnings »² et de son intérêt pour le marché. Utilisant une approche plus large de l'information non-GAAP, Cormier et Magnan (2013) s'intéressent à la pertinence des mesures non-GAAP pour les firmes canadiennes qui sont passées aux normes IFRS. Leurs résultats montrent que le passage des normes canadiennes au référentiel IFRS améliore la pertinence des résultats pour la valorisation boursière pour les entreprises cotées sur une bourse américaine. Néanmoins, ils estiment que dans une large mesure les mesures non-GAAP diffusées semblent plus crédibles et informatives.

1.2. Mesures non-GAAP et gouvernance

Les travaux antérieurs montrent que la gouvernance d'entreprise est un facteur explicatif fort de la qualité de l'information financière diffusée.

Les études antérieures montrent qu'en fonction du niveau de gouvernance, mesuré par le nombre de membres indépendants du conseil d'administration, le comportement des firmes en matière de diffusion de mesures non-GAAP varie. Ainsi une gouvernance considérée comme faible (par exemple, peu de membres indépendants) semble généralement conduire à un nombre plus important de non-GAAP. L'étude menée par Frankel et al. (2011) étudie, pour 4 246 firmes américaines entre 1995 et 2005, l'impact de l'indépendance des membres du conseil d'administration sur la diffusion de mesures non-GAAP. Ils identifient que les managers opèrent plus de retraitements et d'exclusions sur les données financières dans les firmes où l'indépendance des membres du conseil d'administration est la plus faible. Sur un échantillon de firmes européennes (318 grandes firmes appartenant à 20 pays européens), Isidro and Marques (2013) démontrent qu'il existe une relation positive et significative entre la propension à communiquer des mesures non-GAAP et l'indexation des primes de l'équipe dirigeantes sur des performances de marchés. Néanmoins les auteurs montrent que la présence d'un conseil d'administration indépendant pouvant influencer les actions de la société, contribue à diminuer la propension à diffuser de l'information non-GAAP à des fins opportunistes. Ainsi la qualité d'un conseil d'administration contribue à afficher systématiquement une conciliation entre données comptables et non-comptables et à réduire la place accordée aux données non-GAAP. De plus, les auteurs montrent que l'intention de diffusion de non-GAAP peut potentiellement être opportuniste dans 27% des cas observés et plutôt potentiellement relever d'une volonté informative dans 48% des observations. Enfin, les auteurs vérifient qu'en 2005, année de passage aux IFRS, aucun changement significatif en termes de publication non-GAAP n'a été constaté.

Au-delà de la quantité d'information non-GAAP diffusée, se pose aussi la question de sa pertinence pour le lecteur des comptes. De ce point de vue aussi, le modèle de gouvernance semble avoir un impact. A partir d'un échantillon de firmes américaines, Jennings and Marques (2011) montrent qu'avant la promulgation du Regulation G act par la SEC en 2002, les investisseurs étaient induits en erreur par l'information non-GAAP diffusée par les groupes ayant un faible niveau de gouvernance. Le niveau de gouvernance est mesuré par l'association du pourcentage de membres extérieurs dans le conseil d'administration et par le pourcentage d'action détenus par des investisseurs institutionnels. Les auteurs mettent ici en évidence

¹ Le concept de « core earnings » a été développé par Standard & Poors (S&P) afin de mesurer le résultat qu'une entreprise génère de ses activités quotidiennes. À cet égard, le résultat de base comprend les résultats générés par les activités de production d'une entreprise, des campagnes de publicité et l'émission de titres. Le « core earnings » exclut les éléments tels que les gains provenant du portefeuille de titres et d'un plan de retraite, les gains en capital provenant de la vente d'actifs et les revenus provenant d'un projet bref non récurrent.

² Le « head line earnings » est une mesure du résultat fondé uniquement sur les activités d'exploitation et d'investissement. Il exclut expressément tout résultat pouvant se rapporter à des réductions d'effectifs, des cessions d'actifs, ou constatation de perte de valeur.

l'importance de la gouvernance au regard de la qualité de l'information financière diffusée. Pour leur part, Bansal et al. (2013) étudient sur la période 1996-2009 la relation entre l'incitation à la prise de risques induits par une rémunération par stock-options des dirigeants et la diffusion d'information non-GAAP. Les auteurs montrent que les managers dont les rémunérations sont le plus sensible à la volatilité des cours de bourse, ont tendance à diffuser plus d'information non-GAAP sur les résultats. Leurs résultats montrent aussi que ces mêmes managers ont tendance à diffuser des mesures non-GAAP de haute qualité.

2. Mesures non-GAAP des firmes françaises

D'après l'étude menée par Pricewaterhouse Coopers (2012) sur les rapports annuels 2011 des sociétés du CAC 40, toutes les sociétés présentent au moins un indicateur non-GAAP de rentabilité. L'étude identifie 130 indicateurs non GAAP différents dans les rapports annuels des sociétés du CAC 40. Les principaux indicateurs non GAAP recensés par l'étude sont :

- Rentabilité opérationnelle
 - Résultat d'exploitation
 - Résultat opérationnel Courant
 - EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
- Rentabilité nette
 - Résultat net ajusté
 - ROE (Return on equity)
 - ROCE (Return on capital employed)
- Structure financière
 - Ratio d'endettement ou endettement net

Par ailleurs, l'enquête montre que ces indicateurs non-GAAP sont systématiquement repris dans la section informations sectorielles (soit intégralement soit partiellement).

La plupart des grandes sociétés du CAC 40 fonde leur communication financière sur un non-GAAP. En effet l'EBIDA est très utilisé pour aborder les prévisions de croissance. Ainsi en août 2013 le groupe Bouygues annonce vouloir stabiliser son EBITDA à 900M€³, ou en février 2014, Lafarge annonce vouloir générer 600M€ d'EBITDA additionnel⁴.

L'information non-GAAP est largement diffusée sur les sites financiers. Par exemple sur le site www.boursorama.fr ou cerclefinance.com, des indicateurs non-GAAP sont systématiquement référencé (le résultat ajusté ou bien le résultat net (hors exceptionnel) par actions). Ces sites parlent même de « normes non-GAAP ». Dans le même ordre d'idée le site <http://www.bourse-investir.com/> propose à ses abonnés des conseils d'investissement en fonction d'étude de la rentabilité des firmes fondés sur l'EBIT. On peut donc constater qu'en France, la diffusion et l'utilisation de non-GAAP est fortement répandue.

III. Méthodes de recherche

Cette section commencera par présenter l'échantillon (1), puis détaillera le modèle de valorisation boursière (2) et terminera par la définition des variables (3).

³<http://www.boursier.com/actualites/economie/bouygues-telecom-confirme-son-objectif-d-ebitda-annuel-et-met-le-cap-sur-la-4g-21043.html>

⁴<http://bourse.lefigaro.fr/indices-actions/actu-conseils/lafarge-souhaite-generer-600-me-d-ebitda-en-plus-en-2014-987038>

1. Echantillon

La détermination de la taille de l'échantillon procède d'une volonté de représentativité. D'une part, il est nécessaire que les entreprises étudiées soient susceptibles de recourir à des non-GAAP. D'autre part, l'échantillon doit être suffisamment important pour permettre des analyses statistiques. C'est pourquoi, le choix s'est porté sur les entreprises appartenant à l'indice CAC 40 et sur une période de deux ans, 2011 et 2012. Cela nous donne un échantillon de 80 firmes années.

2. Modèle de valorisation boursière

L'objectif du modèle est de cerner la façon dont le marché financier évalue les non-GAAP en tenant compte de la gouvernance d'entreprise. Dans un premier temps, nos analyses porteront sur le nombre de non-GAAP divulgués par les entreprises. Dans un deuxième temps, nous nous pencherons sur le nombre de pages divulgués sur les non-GAAP (le détail).

Le modèle de valorisation boursière utilisé est basé sur l'équation comptable fondamentale et est formulé comme suit, pour le titre i et l'année t (où le cours boursier correspond à la cote boursière à la fin des exercices fiscaux de 2011 et 2012).

$$\text{Cours boursier}_{it} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{ Capitaux propres par action} + \beta_2 \text{ Résultat résiduel par action})_{it}$$

Les coefficients (β) sont analysés par régression statistique (au sens des moindres carrés ordinaires). Le Résultat résiduel de l'action i pour l'année t correspond au résultat net diminué du coût des capitaux propres, comme indiqué ci-après. Le modèle du cours de l'action est conforme aux travaux antérieurs d'Ohlson (1995) et Amir and Lev (1996). Nous attendons un signe positif pour les capitaux propres par action et le résultat résiduel par action. Nous considérons que le résultat résiduel (résultat net moins le coût du capital) capte mieux le facteur de croissance de la firme que le résultat proprement dit.

À ce modèle de base, nous ajoutons nos variables d'intérêt. C'est-à-dire, dans un premier temps, les non-GAAP auxquels nous ajoutons la gouvernance dans un deuxième temps.

Non-GAAP

Cours boursier $_{it} =$

$$f(\beta_0 + \beta_1 \text{ FPPA} + \beta_2 \text{ RRPA} + \beta_3 \text{ RRPA} * \text{NG} + \beta_4 \text{ RRPA} * \text{NGSQR} + \beta_5 \text{ NG} + \beta_6 \text{ NGSQR})_{it} (1)$$

Non-GAAP et Gouvernance

Cours boursier $_{it} =$

$$f(\beta_0 + \beta_1 \text{ FPPA} + \beta_2 \text{ RRPA} + \beta_3 \text{ RRPA} * \text{NG} + \beta_4 \text{ RRPA} * \text{NGSQR} + \beta_5 \text{ RRPA} * \text{GOUV} + \beta_6 \text{ RRPA} * \text{NG} * \text{GOUV} + \beta_7 \text{ RRPA} * \text{NG} * \text{GOUV} + \beta_8 \text{ GOUV} + \beta_9 \text{ NG} + \beta_{10} \text{ NGSQR} + \beta_{11} \text{ NG} * \text{GOUV} + \beta_{12} \text{ NGSQR} * \text{GOUV})_{it} (2)$$

Où :

FPPA : Fonds propres par action; RRPA; Résultat résiduel par action; NG : Non-GAAP; NGSQR : Non-GAAP au carré; GOUV : Score de gouvernance.

La mise au carré des mesures non-GAAP permet de tenir compte de l'effet de curvilinéarité, c'est-à-dire de mesurer si l'effet des non-GAAP s'estompe au-delà d'un certain seuil.

3. Définition des variables

Les différentes variables du modèle sont définies comme suit :

La variable GOUV représente le score de gouvernance. Vafeas (2000) constate que les résultats comptables sont plus informatifs pour les entreprises avec des conseils plus efficaces. Dey (2005) rapporte que la crédibilité des résultats comptables pour les marchés boursiers augmente avec la qualité du conseil. Ces résultats suggèrent que la qualité de la gouvernance d'entreprise devrait être associée à moins d'asymétrie d'information entre les directions d'entreprises et les acteurs sur les marchés boursiers et améliorer la précision des prévisions des analystes financiers. La variable de gouvernance est fondée sur l'ISS Governance Quick Score. La grille de codage est basée sur un total de 10 points, 1 signifie une excellente gouvernance et 10 signifie un score de piètre gouvernance. Le score est basé sur la structure du conseil d'administration, la rémunération, les droits des actionnaires, et l'audit. Pour faciliter l'interprétation des résultats, nous modifions le score pour faire en sorte qu'un excellent score se voit attribuer la note 10 au lieu de 1 ($10 - \text{score total} + 1$).

La variable Résultat résiduel par action RRPA. Le résultat résiduel est le résultat net moins le coût du capital. Nous nous fondons sur le MÉDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers pour calculer le coût du capital. $R_i = R_f + \beta (R_m - R_f)$. Le taux sans risque R_f est établi selon le taux directeur de la BCE pour la période, soit 1,5%. La prime de risque ($R_m - R_f$) est calculée en fonction de la variation de l'indice Dow Jones ($R_m = 6\%$ pour chacune des deux années) à laquelle nous ajoutons 2% pour ajuster pour les dividendes versés. Cela donne une prime de risque de 4,5% pour un bêta de 1,0.⁵

La variable non-GAAP NG. La publication de non-GAAP (nombre d'éléments ou nombre de pages) est susceptible d'être informatif et de réduire l'asymétrie sur les marchés boursiers et d'augmenter la valorisation des résultats comptables. Les non-GAAP seraient un complément aux données financières publiées en vertu des IFRS. Le terme d'interaction RRPA*NG captera ce phénomène. Toutefois, une surabondance de non-GAAP risque de créer de la confusion pour les acteurs des marchés financiers tels que les analystes financiers. Après un certain seuil, les non-GAAP risquent d'augmenter l'asymétrie sur les marchés boursiers. À cette fin, pour tenir compte d'une possible relation non linéaire entre les non-GAAP et la valorisation des résultats comptables, le terme d'interaction RRPA*NGSQR est ajouté au modèle.

IV. Résultats

Pour présenter les résultats, nous détaillons d'abord les statistiques descriptives (1) puis les régressions (2).

1. Statistiques descriptives

En moyenne, les firmes du CAC 40 publient 6 non-GAAP et 12 pages d'explication ou de conciliation avec les états financiers présentés en IFRS. Les principaux non-GAAP divulgués sont les suivants : Revenu d'exploitation ; Dépenses en immobilisations ; Dette nette ; EBITDA (résultat avant intérêts, taxes et amortissements) ; Free cash flow ; Free cash flow d'exploitation ; Résultat récurrent ; Rendement des fonds propres (ROE).

Le score de gouvernance est fondé sur ISS Governance Quick Score. En moyenne, les firmes du CAC 40 obtiennent un score de gouvernance de 5,77 sur un maximum de 10.

⁵ Nous estimons la prime de risque en nous fondant sur le Dow Jones plutôt que sur le CAC 40 par le fait que pour l'année 2011, les firmes du CAC 40 et du SBF 120 ont subi une perte boursière de l'ordre de 16%. Cela nous amènerait à une prime de risque négative. Notons que l'utilisation d'une prime de risque fixe de 6% pour toutes les firmes (Bernard, 1995; Ball et al., 2000) donne des résultats quasi-similaires.

2. Régressions

Tableau 1
Statistiques descriptives

	Moyenne	Médiane	Écart type	Min.	Max.
<i>FPPA</i>	31.93	25.84	21.81	4.88	92.81
<i>RPA</i>	3.22	2.66	2.45	-2.40	9.52
<i>RRPA</i>	0.48	0.63	2.14	-8.28	6.73
<i>NG (Nombre)</i>	6.06	5	5.49	0	32
<i>NG (Pages)</i>	12.13	8	15.07	0	62
<i>GOUV</i>	5.77	6	2.81	1	10

FPPA : Fonds propres par action; *RPA* : Résultat par action; *RRPA*; Résultat résiduel par action; *NG* : Non-GAAP; *GOUV* : Score de gouvernance.

2.1 Impacts des non-GAAP (en nombre d'éléments) sur la valorisation des résultats

Nos modèles d'estimation reposent sur des régressions au sens des moindres carrés ordinaires avec estimateurs robustes et clustering par firme puisque nous utilisons un panel de deux années et constatons la présence d'hétéroscédasticité selon le test de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg (pour le premier modèle du tableau 2 : Chi2 de 11.09; $p < 0.00$).

Tableau 2
Régressions au sens des moindres carrés ordinaires
Impact des Non-GAAP et la gouvernance sur la valorisation boursière des résultats
Estimateurs robustes – Clustering par firme

Variable dépendante :		Impact du nombre de non-GAAP	Impact du nombre de non- GAAP et gouvernance
Cours boursier			
<i>FPPA</i>	+	***0,81	***0,97
<i>RRPA</i>	+	***8,63	**6,33
<i>RRPA*NG</i>	+	**3,27	***2,56
<i>RRPA*NGSQR</i>	+/-	** -0,27	** -0,08
<i>RRPA*GOUV</i>	+		**2,50
<i>RRPA*NG*GOUV</i>	+/-		** -0,62
<i>RRPA*NGSQR*GOUV</i>	+/-		0,02
<i>GOUV</i>	+		-2,26
<i>NG</i>	+	1,46	0,26
<i>NGSQR</i>	+/-	-0,08	-0,05
<i>NGGOUV</i>	+/-		0,47
<i>NGSQRGOUV</i>	+/-		-0,01
R- carré		67,1%	91,6%
Statistique F (valeur p)		22,7 (0,000)	78,8 (0,000)
N		80	80

FPPA : Fonds propres par action; *RRPA*; Résultat résiduel par action; *NG* : Non-GAAP; *NGSQR* : Non-GAAP au carré; *GOUV* : Score de gouvernance.

Au tableau 2, les résultats montrent que le résultat résiduel par action est positivement associé à la valeur boursière (8,63 ; $p < 0.01$). Nous constatons un effet de complémentarité entre le résultat résiduel et les non-GAAP puisque le terme d'interaction $RRPA*NG$ est positif (3,27 ; $p < 0.05$). En tenant compte de l'effet de curvilinéarité des non-GAAP, le terme d'interaction $RRPA*NGSQR$ est négatif (-0.27 ; $p < 0.05$), ce qui laisse croire qu'au-delà d'un certain seuil, le nombre de mesures non-GAAP publié n'a plus d'impact sur la valorisation des résultats.

Dans la dernière colonne du tableau 2, nous présentons les résultats en intégrant la gouvernance. Il ressort qu'en présence d'une bonne gouvernance, l'impact de la publication de non-GAAP sur la valorisation des résultats résiduels diminue. Ainsi, si nous prenons comme exemple la firme correspondant aux moyennes des variables utilisées (Résultat résiduel = 3 euros ; Nombre de non-GAAP = 6 ; Score de gouvernance = 5,7), en multipliant par les coefficients de la régression, nous arrivons au résultat suivant :

(1) sans tenir compte de la gouvernance : $6,33 \times 3 + 2,56 \times 3 \times 6 - 0,08 \times 3 \times 6 \times 6 = \underline{56,43}$ pour la valorisation boursière des résultats résiduels (environ 19 fois les résultats résiduels [56/3]).

(2) en tenant compte de la gouvernance, nous obtenons $56,43 + 2,50 \times 3 \times 5,7 - 0,62 \times 3 \times 6 \times 5,7 = \underline{35,57}$.

Ces résultats montrent qu'en intégrant la gouvernance, les mesures non-GAAP perdent de leur pertinence pour la valorisation des résultats. En outre, le terme d'interaction $RRPA*GOUV$ est positif et significatif (2.50 ; $p < 0.01$), alors que le terme $RRPA*NG*GOUV$ est négatif et significatif (-0.62 ; $p < 0,05$), ce qui implique que la gouvernance en elle-même a un impact positif sur la valorisation des résultats mais, dans une certaine mesure, se substitue à la mesure non-GAAP.

Nous constatons également un effet de curvilinéarité dans l'effet du nombre de non-GAAP sur la valorisation des résultats résiduels ($RRPA*NGSQR = -0,08$; $p < 0,05$). Comme nous observons une corrélation de -0,22 entre la gouvernance et le nombre de non-GAAP (résultats non présentés), cela pourrait expliquer qu'une abondance de non-GAAP perd de sa pertinence car la firme présente une faible gouvernance, ce qui conduirait à ce que l'information soit jugée moins crédible.

2.2 Impacts des non-GAAP (en nombre de pages) sur la valorisation des résultats

Tableau 3
Régressions au sens des moindres carrés ordinaires
Impact des Non-GAAP et la gouvernance sur la valorisation boursière des résultats
Estimateurs robustes – Clustering par firme

Variable dépendante :		Impact des pages de non-GAAP	Impact des pages de non-GAAP et gouvernance
<i>FPPA</i>	+	***0,95	***0,94
<i>RRPA</i>	+	***11,66	***13,32
<i>RRPA*NG</i>	+	**0,27	***1,53
<i>RRPA*NGSQR</i>	+/-	***-0,01	*-0,04
<i>RRPA*GOUV</i>	+		-0,22
<i>RRPA*NG*GOUV</i>	+/-		-0,18
<i>RRPA*NGSQR*GOUV</i>	+/-		0,01
<i>GOUV</i>	+		***2,10
<i>NG</i>	+	***-0,66	0,25
<i>NGSQR</i>	+/-	**0,01	-0,01
<i>NGGOUV</i>	+/-		**-0,24
<i>NGSQRGOUV</i>	+/-		*0,01
R- carré		89,8%	93,1%
Statistique F (valeur p)		115,1 (0,000)	130.8 (0,000)
N		80	80

FPPA : Fonds propres par action; *RRPA*; Résultat résiduel par action; *NG* : Non-GAAP; *NGSQR* : Non-GAAP au carré; *GOUV* : Score de gouvernance.

Au tableau 3, les résultats montrent que le résultat résiduel par action est positivement associé à la valeur boursière (11,66 ; $p < 0.01$). Nous constatons un effet de complémentarité entre le résultat résiduel et les non-GAAP puisque le terme d'interaction *RRPA*NG* est positif (0.27 ; $p < 0.05$). Le coefficient de la variable *NG* est négatif (-0.66 ; $p < 0.01$) alors que le coefficient de la variable *NGSQR* tenant compte de l'effet de curvilinearité des non-GAAP est positif (0.01 ; $p < 0.05$). Ce résultat laisserait à penser qu'après un certain seuil, un surplus de détails sur les non-GAAP crée de l'asymétrie sur les marchés boursiers.

En isolant l'effet de la gouvernance, les résultats montrent que la valorisation des résultats résiduels en présence de non-GAAP est positivement modifiée puisque le terme d'interaction *RRPA*NG* passe de 0.27 à 1.11 ($p < 0.05$). Toutefois, contrairement au nombre de non-GAAP divulgués, le niveau de détails (nombre de pages) n'est pas affecté par la gouvernance dans la valorisation des résultats. Cela pourrait s'expliquer par le fait que l'Autorité des marchés financiers prône une conciliation entre les non-GAAP et les données financières IFRS (le coefficient pour le terme d'interaction *RRPA*NG*GOUV* n'est pas significatif). Dès lors, la gouvernance d'entreprise aurait peu d'impact sur l'effet du niveau de détails non-GAAP sur la valorisation des résultats résiduels. Dans ce cas, la gouvernance réglementaire (AMF) jouerait un rôle dans la crédibilité de l'information sur les Non-GAAP. En cohérence avec les études antérieures, la gouvernance est positivement associée à la valorisation boursière (2.02 ; $p < 0.01$). Enfin, le terme d'interaction *NG*GOUV* est négatif et significatif (-0.36 ; $p < 0.01$), suggérant une forme de substitution entre le niveau de détails des non-GAAP et la gouvernance dans leur relation avec la cote boursière.

V. Conclusion

Cette recherche s'intéresse à l'évaluation de la prise en compte par le marché boursier des mesures non-GAAP. Globalement, les résultats montrent que le marché boursier français est en mesure d'évaluer l'impact de ces indicateurs de performance sur la valorisation des résultats résiduels.

Nos résultats sont les suivants. Premièrement, nous constatons un effet de complémentarité entre le résultat résiduel et les mesures non-GAAP pour la valorisation boursière. Deuxièmement, en présence d'une bonne gouvernance, l'impact de la publication de non-GAAP (en nombre) sur la valorisation des résultats résiduels diminue. Notons qu'il n'y a aucune réglementation sur le nombre de mesures non-GAAP qu'une firme peut publier. Cela pourrait signifier qu'une abondance de non-GAAP perd de sa pertinence. Dans un cas de surabondance de mesures non-GAAP, la gouvernance devient un substitut aux non-GAAP pour la valorisation des résultats.

En ce qui concerne le niveau de détail des non-GAAP, son impact sur la valorisation des résultats résiduels n'est pas affecté par la gouvernance d'entreprise. C'est plutôt la gouvernance réglementaire émanant de l'AMF en matière de non-GAAP qui augmenterait la crédibilité de l'information face aux investisseurs. Enfin, il semble qu'après un certain seuil, un surplus de non-GAAP (en nombre ou en page) crée de l'asymétrie sur les marchés boursiers.

Les résultats de cette recherche devraient intéresser les régulateurs boursiers et les normalisateurs nationaux car ils confirment, globalement, l'importance de la gouvernance d'entreprise en l'absence d'une régulation sur le nombre de mesures non-GAAP qu'une entreprise peut communiquer aux participants sur les marchés boursiers. Il ressort de nos résultats qu'en l'absence d'une bonne gouvernance d'entreprise, une surabondance de mesures non-GAAP pourrait créer de l'asymétrie sur les marchés boursiers, ce qui serait néfaste pour les investisseurs dans leur appréciation du risque de la firme et de son potentiel. Les régulateurs doivent être vigilants à cet égard.

Deux limites principales doivent, toutefois, être mentionnées. La première limite concerne le risque d'endogénéité. La valorisation boursière ainsi que les facteurs contractuels liés à la firme et à ses dirigeants affectent simultanément les choix et le niveau de détail des mesures non-GAAP. Un système d'équations simultanées pourrait être approprié pour aborder ce problème potentiel. Dans le cas présent, la faible taille de l'échantillon, une deuxième limite de l'étude, n'est pas propice à ce genre d'analyse.

Bibliographie

- AMF, 2009. Recommandation AMF n° 2008-22 – Arrêté des comptes 2008.
- AMF, 2010. Etude portant sur les indicateurs publiés dans les communiqués au titre de la période 2009 et leurs liens avec les comptes.
- Amir, E., Lev, B., 1996. Value-Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communications Industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 3–30.
- Aubert, F., 2010. The Relative Informativeness of GAAP and Pro Forma Earnings Announcements in France. *Journal of accounting and taxation*, 2(1), 1–14.
- Ball, R., Kothari, S., Robin, A., 2000. The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51.
- Bansal, N., Seetharaman, A., Wang, X., 2013. Managerial Risk-Taking Incentives and Non-GAAP Earnings Disclosures. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(1), 100–121.
- Bernard, V.-L., 1995. The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 733–747.

Cormier, D., Lapointe-Antunes, P., Magnan, M., 2011. Revisiting the Relevance and Reliability of non-GAAP Reporting: The Case of Income Trusts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1585-1609.

Cormier, D., Magnan, M. 2013. The Advent of IFRS in Canada: A Harbinger of the Future for North American Financial Markets. *Cahier de recherche CIFO 2013-07*, ESG UQAM, Montréal, Canada.

Dey, A. 2005. *Corporate Governance and Financial Reporting Credibility*. Phd, Illinois, North Western University.

Frankel, R., McVay, S., Soliman, M., 2011. Non-GAAP Earnings and Board Independence. *Review of Accounting Studies* 16(4), 719–744.

Gélaud, G., 2013. Communication financière et soldes «non comptables» Les annonces abusives d'EBITDA. *Revue française de comptabilité*, février, 26–28.

Goldschmid, D., 2013. Disclosure of Non-GAAP Financial Measures. *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*.

Heem, G., 2007. La communication sur les indicateurs de performance non définis en IFRS. *Revue française de comptabilité*, octobre, 25–28.

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.

IASB, 2013. Discussion Forum—Financial Reporting Disclosure Feedback Statement.

IFRS Advisory Council, 2011. Use of underlying earnings and non-GAAP measures.

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.

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.

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(1), 119–131.

Nichols, N., Street, D., Cereola, S., 2012. An analysis of the Impact of Adopting IFRS 8 on the Segment Disclosures of European Blue Chip Companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(1), 79–105.

Ohlson, J., 1995. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.

Pricewaterhouse Coopers, 2007. Presentation of Income under IFRS: Flexibility and Consistency Explored.

PWC, 2012. Benchmark CAC 40 comptes IFRS 2011: Quels enseignements tirer pour 2012 ?

SFAF, 2011. Norme IFRS8 : étude sur l'application de cette norme par les sociétés du CAC 40 et du NEXT 20 en 2010.

Sukhraj, P. 2007. Segment Reporting Row Hots Up. *Accountancy Age*, May, <http://www.accountancyage.com/accountancyage/analysis/2191097/segment-reporting-standard-row>. Accessed 17th December 2009

Vafeas, N., 2000. The Determinants of Compensation Committee Membership. *Corporate Governance: An International Review*, 8(4), 356–366.

Véron, N. 2007. EU Adoption of the IFRS 8 Standard on Operating Segments, Note for the ECON Committee of the European Parliament 21 September 2007, Bruegel Policy Contribution. www.bruegel.org.

Venter, E., Emanuel, D., Cahan, S., 2014. The Value Relevance of Mandatory Non-GAAP Earnings. *Abacus* 50(1), 1–24.

Walton, P., 2013. IFRS 8, la qualité et la comparabilité de l'information sectorielle. *Les Echos*.

Webber, S., Nichols, N., Street, D., Cereola, S., 2013. Non-GAAP Adjustments to Net Income Appearing in the Earnings Releases of the S&P 100: An Analysis of Frequency of Occurrence, Materiality and Rationale. *Research in Accounting Regulation*, 25(3), 236–251.

Wiedland, M., Dawkins, M., Dugan, 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), 55–81.