



Bachelor Thesis Accounting

De reactie van investeerders op de pro forma maatstaf

Abstract

Dit onderzoek beschrijft de reactie van investeerders op de pro forma maatstaf na de invoering van de verbeterde wet- en regelgeving. De SEC heeft in 2002 onder andere de nieuwe wet *Regulation G* ingevoerd. De pro forma maatstaf mag alleen worden gepubliceerd als de cijfers naar waarheid is berekend. Op basis van deze wet mogen bedrijven investeerders niet misleiden indien zij deze maatstaven gebruiken. Uit dit onderzoek is naar voren gekomen dat de invoering van *Regulation G* heeft gezorgd voor verbeterde financiële verslaggeving. Daarnaast wordt de pro forma maatstaf minder prominent weergegeven in de jaarrekening. Managers blijven echter nog steeds misleidende cijfers publiceren, omdat deze maatstaven gekoppeld zijn aan prestatiebeloningen. Indien managers het benchmark halen of overtreffen, kunnen zij in aanmerking komen voor een bonus. Managers sluiten zodoende verschillende kosten uit en nemen de winsten mee in de pro forma maatstaf.

Naam student: Qin Xia

Studentnummer: 409237

Supervisor: T.P.M. Welten

Tweede meelezer:

Datum definitieve versie:

Inhoudsopgave

I.	Introductie	2
II.	Theoretisch Raamwerk	5
	2.1 Alternatieve financiële prestatie-indicatoren	5
	2.2 De wet- en regelgeving omtrent de alternatieve financiële prestatie-indicatoren	6
	2.2.1 Regulation G	7
	2.2.2 Item 10 van Regulation S-K en Regulation S-B	8
	2.2.3 Item 12 van Form 8-K	8
	2.2.4 Aanpassingen van richtlijnen door de SEC	9
	2.3 Conclusie	9
III.	Literatuuronderzoek	11
	3.1 Welke gevolgen hebben de wet- en regelgeving op de financiële verslaggeving?	11
	3.2 Voorgaand literatuuronderzoek	11
	3.2.2 De invoering van <i>Regulation G</i>	13
	3.2.3 Corporate Governance	14
	3.2.4 De expertise van investeerders	15
	3.2.5 Conclusie	16
	3.3 Hoe wordt de manier van rapporteren door managers beïnvloedt na de invoering van de wet- en regelgeving?	20
	3.4 Voorgaand literatuuronderzoek	20
	3.4.1 De redenen voor het gebruik van pro forma maatstaf	20
	3.4.2 Het benchmark	21
	3.4.3 Bonussen	22
	3.4.4 De invoering van <i>Regulation G</i>	23
	3.4.5 Conclusie	25
IV.	Conclusie	29
V.	Aanbevelingen en tekortkomingen	30
VI.	Referentielijst	31

I. **Introductie**

Het gebruik van alternatieve financiële prestatie-indicatoren is in de loop der jaren toegenomen bij bedrijven. Ondanks dat het de laatste jaren veel wordt gebruikt, is het geen recente kwestie en wordt dit fenomeen al jaren bestudeerd door academici. Echter wordt deze alternatieve metriek in twijfel getrokken, omdat het geen representatieve indicator is voor bijvoorbeeld rendementen in aandelen (FASB, 2014). Managers gebruiken deze metriek om een betere weergave van hun winst te openbaren aan investeerders. Aan de hand van deze metriek worden berekeningen weergegeven die niet zijn toegestaan onder de U.S. GAAP standaard. Alternatieve financiële prestatie-indicatoren zijn niet streng gereguleerd en managers hebben een eigen interpretatie bij het gebruik van deze maatstaf. Managers zijn hierdoor eerder geneigd opportunistisch gedrag te vertonen om te voldoen aan de verwachtingen die investeerders en analisten hebben (Doyle, Jennings & Soliman, 2013).

Sectie 401(b) van de Sarbanes-Oxley wet (SOX) leidt ertoe dat de *Securities and Exchange Commission* (SEC) nieuwe regels heeft vastgesteld omtrent het gebruik van alternatieve financiële prestatie-indicatoren. In november 2002 werden de regels geïmplementeerd en vanaf maart 2003 moesten bedrijven de regels toepassen. Dit betreft de regeling *Regulation G* om ervoor te zorgen dat het gebruik van non-GAAP prestatie-indicatoren transparanter worden gepresenteerd in de financiële verslaggeving. Met als gevolg dat deze prestatie-indicatoren informatiever worden gepresenteerd aan investeerders en andere belanghebbenden. Verder moet op basis van *Regulation G* een aansluitingstabel worden aangegeven zodat het verschil tussen de GAAP en de non-GAAP winsten duidelijk worden weergegeven en dat de aanpassingen van de winst ook moeten worden vermeld. De invoering van deze regeling moet ervoor zorgen dat het verschil tussen GAAP en non-GAAP kleiner wordt (Heflin & Hsu, 2008).

Ondanks de negativiteit rondom deze metriek is de toepassing van non-GAAP wel informatief voor investeerders. De combinatie van alternatieve financiële prestatie-indicatoren naast de financiële jaarrekening geeft de investeerders meer inzicht en informatie over de berekeningen van winsten. Bovendien geeft het een betere weergave van de onderliggende activiteiten van het bedrijf (FASB, 2014). Investeerders kunnen namelijk op basis van deze indicatoren nauwkeurigere voorspellingen maken gebaseerd op de prestatie van het bedrijf voor toekomstige investeringen in tegenstelling tot de GAAP standaard.

De SEC heeft bij farmaceutische bedrijven ontdekt dat *Regulation G* niet wordt nageleefd. De gerapporteerde winsten onder non-GAAP waren namelijk 64% hoger dan bij de

GAAP standaard doordat bedrijven de operationele kosten niet hadden opgenomen in de winst (Weintraub, 2017). Vanwege dit blijvende probleem heeft de SEC de richtlijnen bijgewerkt in van 2016. In de nieuwe richtlijnen worden voorbeelden gegeven van non-GAAP prestatie-indicatoren. De regels omtrent non-GAAP zijn niet aangepast, maar er worden wel richtlijnen gegeven over de interpretatie van deze metriek. In tegenstelling tot de farmaceutische bedrijven heeft Facebook in haar kwartaalrapport van 2017 vermeldt dat non-GAAP prestatie-indicatoren niet meer worden gebruikt, maar dat geheel gefocust wordt op de prestatie-indicatoren in lijn met de US GAAP. De aangepaste winst waar investeerders voornamelijk op focussen was namelijk veel hoger dan de boekhoudwinst (Vansteeland, 2017).

Het gebruik van alternatieve financiële prestatie-indicatoren kan leiden tot voordelen voor investeerders, maar managers kunnen hen met deze prestatie-indicatoren binnen een bedrijf misleiden. Door de invoering van verschillende regelgevingen wordt deze manipulatie tegengegaan. Echter is er nog geen positief gevolg geconstateerd. Dit wordt nader onderzocht aan de hand van de volgende hoofdvraag:

“Wat voor invloeden heeft de Amerikaanse wet- en regelgeving betreffende alternatieve financiële prestatie-indicatoren op de reactie van investeerders?”

In dit onderzoek zal worden gekeken naar de gevolgen omtrent de invoering van de regelgeving van de SEC, SOX en *Regulation G* op de financiële verslaggeving en investeerders. De invoering moet ervoor zorgen dat de financiële verslaggeving informatiever en minder manipulatief wordt. De investeerders behoren baat te hebben bij deze nieuwe regelgeving. Uit eerder onderzoek is gebleken dat dit probleem nog steeds gaande is (Shiah-Hou & Teng, 2016). Managers hebben nog steeds de mogelijkheid om opportunistisch gedrag te vertonen na invoering van de SOX en *Regulation G*. De alternatieve financiële prestatie-indicatoren zijn namelijk belangrijk voor managers. Als investeerders willen investeren dan wordt er voornamelijk gekeken naar deze indicatoren. Investeerders willen daarentegen volledige en juiste informatie, zodat zij nauwkeurige voorspelling kunnen maken. Weliswaar is er sprake van een tekort aan expertise bij niet-professionele investeerders, want zij hebben bepaalde vooropgestelde ideeën betreft de belangen en relaties van de posten op de jaarrekening (Frederickson & Miller, 2004). Immers focussen zij zich op andere aspecten dan professionele investeerders, wat in het voordeel kan zijn voor managers, zodat managers daarop kunnen focussen. Hieruit volgt de volgende deelvragen:

1. Welke gevolgen hebben de wet- en regelgeving op de financiële verslaggeving?
2. Hoe wordt de manier van rapporteren door managers beïnvloedt na de invoering van de regelgeving?

Vervolgens wordt in het theoretisch raamwerk de alternatieve financiële prestatie-indicatoren en de invoering van wet- en regelgeving betreffende SOX en *Regulation G*. Vervolgens wordt er op basis van voorgaande literatuur een literatuuronderzoek geschreven ter beantwoording van de deelvragen, waarbij er eerst wordt gekeken naar de gevolgen met betrekking tot de SEC, SOX en *Regulation G*. Vervolgens wordt gekeken op welke manier het rapporteren wordt beïnvloed door managers na invoering van de regelgeving. Tot slot wordt de invloed omtrent de invoering van de regelgeving op investeerders bediscussieerd. Hieruit wordt een conclusie getrokken ter beantwoording van de hoofdvraag en worden de tekortkomingen besproken met de toebehoren aanbevelingen.

II. Theoretisch Raamwerk

Ter verduidelijking van het onderwerp worden in het theoretisch raamwerk de theoretische aspecten van alternatieve financiële prestatie-indicatoren behandeld. Ten eerste wordt de alternatieve financiële prestatie-indicatoren toegelicht. Vervolgens wordt de wet- en regelgeving betreffende SEC, SOX en *Regulation G* behandeld.

2.1 Alternatieve financiële prestatie-indicatoren

Ondernemingen willen op een effectief manier communiceren met investeerders, analisten en business partners. Door middel van alternatieve financiële prestatie-indicatoren worden zij jaarlijks of per kwartaal op de hoogte gehouden van de operationele activiteiten binnen een onderneming. Deze metriek wordt toegepast naast de accountingstandaard U.S. GAAP. De managers zijn eerder geneigd om gebruik te maken van deze alternatieve financiële prestatie-indicatoren, omdat de winsten niet de werkelijke operationele activiteiten van de onderneming weerspiegelt (Smetanka, 2012).

De alternatieve financiële prestatie-indicatoren worden *non-GAAP financial measurements*, *pro forma numbers* of *street earnings* genoemd. Volgens de SEC luidt de definitie als volgt:

‘Een numerieke maatstaf van een onderneming betreft historische of toekomstige financiële prestatie, financiële positie of kasstromen die a) bedragen uitsluit of onderhevig is aan subjectiviteit en aan aanpassingen die in lijn is met de meest vergelijkbare GAAP standaard of met de maatstaf welke in overeenstemming is met het reglement van de GAAP standaard met betrekking tot het opstellen van de winst- en verliesrekening of kasstroomoverzicht die door de onderneming wordt uitgebracht en b) bedragen meerekent of onderhevig is aan subjectiviteit of aan aanpassingen die in lijn is met de meest vergelijkbare GAAP maatstaf.’

Echter worden er in de definitie van de non-GAAP prestatimaatstaf geen operationele prestaties of statistische maatstaven gepresenteerd die buiten de definitie vallen. Hierbij kan men denken aan het aantal verkopen, het aantal werknemers of advertenties. Zodanig worden financiële maatstaven die worden berekend volgens de standaarden van GAAP ook niet meegenomen in de definitie (SEC, 2002b). Onder *Regulation G* worden de criteria verder uitgewerkt, maar dit wordt in de volgende sectie behandeld.

De SEC (2002b) wil met de definitie duidelijk maken dat onder de non-GAAP prestatimaatstaf alles wordt meegenomen, waarbij a) een prestatimaatstaf wordt uitgebeeld

die verschilt van de gepresenteerde jaarrekening, zoals de winst of verlies voor aftrek van de belasting of netto inkomen die is berekend volgens de GAAP en b) een maatstaf van liquiditeit die verschilt van de operationele kasstromen die zijn berekend volgens de GAAP. Ter verduidelijking heeft de SEC een paar voorbeelden gegeven. Een maatstaf voor operationele inkomsten die opbrengsten en kosten uitsluiten als ze ‘eenmalig’ voorkomen, is bijvoorbeeld een non-GAAP prestatie maatstaf. Een ander voorbeeld is *earnings before interest, tax, depreciation and amortization* (EBITDA) die wordt berekend aan de hand van elementen die zijn afgeleid van de financiële prestaties van GAAP, maar niet in overstemming zijn met de GAAP standaard. Ratio's en maatstaven die niet onder non-GAAP prestatie maatstaf vallen, zijn verkopen per vierkante meter of per winkel die zijn berekend volgens de GAAP standaard. Bovendien valt de ratio van operationele marge niet onder de non-GAAP standaard als de opbrengsten worden gedeeld door de operationele inkomsten en beide waarden zijn berekend volgens de GAAP standaard. De ratio van operationele marge wordt als non-GAAP prestatie maatstaf beschouwd als de opbrengsten en operationele inkomsten niet volgens de GAAP standaard is berekend (SEC, 2002b).

2.2 De wet- en regelgeving omtrent de alternatieve financiële prestatie-indicatoren

In 2001 kwam de SEC met een waarschuwend advies naar ondernemingen die gebruik maakten van winsten en operationele resultaten die onder een ander methodologie dan de U.S. GAAP standaard wordt berekend. De term pro forma winst had namelijk geen definieerbare betekenis en geen uniforme karakteristiek. Ondernemingen worden erop aangewezen op te passen met het gebruik van deze metriek. Daarnaast worden investeerders gewaarschuwd voor informatie die ondernemingen vrijgeven onder de pro forma winst, terwijl de financiële informatie onder pro forma wel bruikbaar kan zijn voor de investeerders. Zowel jaarlijks als per kwartaal worden deze cijfers vrijgegeven, waardoor investeerders prestaties van ondernemingen kan vergelijken. Managers hopen dat zij daar voornamelijk op focussen, want het geeft de kernactiviteit van het bedrijf weer. Verder is het niet verboden een interpretatie van hun resultaten te geven naast de resultaten van de GAAP standaard.

De SEC wilt de kwaliteit, tijdigheid en toegankelijkheid van publieke financiële informatie verbeteren door geschikte en accurate toelichtingen van hun tekortkomingen binnen het bedrijf te interpreteren. Vanwege deze eisen zijn ze wel bezorgd over het feit dat pro forma winst leidt tot misleidende cijfers voor de investeerders, omdat de berekeningen niet worden berekend volgens de traditionele accountingstandaarden. De gepubliceerde cijfers van verschillende bedrijven kunnen moeilijk met elkaar vergeleken worden door investeerders. De

ondernemingen en adviseurs worden door deze problematiek erop attent gemaakt dat ze investeerders niet mogen misleiden onder het gebruik van non-GAAP prestatimaatstaf. Bij het gebruik van pro forma winst moeten managers duidelijk toelichten waarom bepaalde eenmalige kosten niet worden opgenomen in de berekeningen, zodat investeerders een duidelijk beeld krijgen van de prestaties binnen de onderneming. Bovendien moeten managers letten op de materialiteit van de informatie die niet wordt opgenomen in de berekening. De grootte van de materialiteit moet namelijk worden opgenomen in de toelichting, zodat de investeerders bewust zijn van de omvang. Eveneens worden bedrijven verwezen naar de richtlijnen van persberichten van *Financial Executives International* en *National Investors Relations Institute*. Er wordt van bedrijven geacht om deze richtlijnen op te volgen zodat de financiële informatie compleet wordt weergegeven bij de publicatie van deze informatie. Immers wordt er van de investeerders verwacht om de pro forma winst te vergelijken met de jaarrekening van de GAAP standaard (SEC, 2001).

De eerste case van de SEC waarbij een bedrijf onder het gebruik van pro forma winst misleidende cijfers naar buiten bracht was Trump Hotels & Casino Resorts Inc. In het derde kwartaal van 1999 werden misleidende uitspraken naar buiten gebracht in de jaarrekening bij het gebruik van pro forma winst. De operationele winsten van non-GAAP prestatimaatstaf waren opzettelijk positief, maar het bedrijf was niet in staat om toe te lichten dat deze resultaten tot ongewone eenmalige winst toebehoren en niet tot de operationele winst. Tevens werd een ongewoon verlies niet opgenomen in de berekening. In deze case was de materialiteit van de resultaten misleidend, want de gepubliceerde cijfers, netto-inkomsten en winst per aandeel verschilde van de GAAP standaard. Daarnaast werd er niet expliciet vermeld dat het om pro forma winsten ging (SEC, 2002a).

2.2.1 Regulation G

Op 4 november 2002 werden nieuwe regels van de non-GAAP prestatimaatstaf gepubliceerd onder sectie 401(b) van Sarbanes-Oxley wet. De standaard *Regulation G* werd geadopteerd en geldt wanneer een onderneming financiële informatie uitgeeft onder non-GAAP prestatimaatstaf. Onder *Regulation G* zijn ondernemingen verplicht om niet non-GAAP prestatimaatstaf te publiceren indien de informatie onjuiste uitspraken, materiele feiten of feiten achter te wegen laten om de situatie beter te presenteren bevatten. Het moet naar waarheid zijn gepresenteerd en mag niet misleidend zijn. Als een onderneming financiële informatie vrijgeeft onder non-GAAP prestatimaatstaf, dan moet naast deze metriek ook de resultaten

worden weergegeven van de vergelijkbare financiële maatstaven die worden berekend volgens de GAAP standaard. Tevens moet een aansluiting van de verschillen tussen GAAP en non-GAAP prestatimaatstaf worden gepresenteerd. Maatstaven die niet worden meegenomen onder de *Regulation G* zijn toelichtingen betreft de verwachte schuld, terugbetalingen, verwachte winst of verlies van een nieuw product en winst of verlies per segment onder de GAAP standaard (SEC, 2002b).

2.2.2 Item 10 van Regulation S-K en Regulation S-B

Naast de *Regulation G* wordt *Item 10* van *Regulation S-K* en *Regulation S-B* gewijzigd, waarin meer gedetailleerde richtlijnen voor de non-GAAP prestatimaatstaf worden vermeld. Dit komt overeen met *Regulation G*, maar *Regulation S-K* voegt eraan toe dat ondernemingen de GAAP standaard prominenter dienen te presenteren dan de non-GAAP prestatimaatstaf. Daarnaast moet het management toelichten in hoeverre deze metriek essentieel is voor de investeerders en hoe het management deze metriek gebruikt. Het is niet toegestaan kosten en schulden niet op te nemen indien ze hebben plaatsgevonden volgens een kastransactie of op een andere manier dan via de kas onder de berekening van non-GAAP prestatimaatstaf naast *EBIT* en *EBITDA*. Het is ook niet toegestaan om eenmalige bedragen uit te sluiten van de non-GAAP prestatimaatstaf om de bedragen beter naar voren te laten komen als de kans waarschijnlijk is dat deze bedragen binnen twee jaar terugkomen. Bovendien mag er geen toelichtingen onder de GAAP standaard worden weergegeven bij het presenteren van de non-GAAP prestatimaatstaf. Een onderneming mag geen titels of beschrijvingen bij deze metriek vermelden die overeenkomstig is met de titels en beschrijvingen die worden gebruikt bij de GAAP standaard (SEC, 2002b).

2.2.3 Item 12 van Form 8-K

De SEC heeft ook een nieuw item toegevoegd, namelijk *Item 12* van *Form 8-K* over de openbaring van operationele resultaten en de financiële conditie van een onderneming. Indien een onderneming winsten of materiele niet-publieke informatie wilt openbaren die belangrijk zijn voor de investeerders wat het financiële rapport betreft, dan moeten ze binnen vijf werkdagen een formulier (*Form 8-K*) invullen voor de openbaring. Als deze informatie uit non-GAAP prestatimaatstaf bestaat, dan moeten ze voldoen aan de voorwaarden onder *Item 10* van *Regulation S-K* (Clarke et al, 2003).

2.2.4 Aanpassingen van richtlijnen door de SEC

De SEC heeft de *Compliance and Disclosure Interpretations* (C&DIs) bijgewerkt in 2016 betreffende non-GAAP prestatie maatstaf. Dit bevat maatstaven onder de non-GAAP die nog steeds misleidend kunnen zijn en de regels van de SEC overtreden. Ondernemingen moeten het gebruik en presentatie van deze metriek namelijk revalueren. Na deze update hebben veel bedrijven hun format betreft openbaring van winst aangepast, waardoor het meer prominent wordt weergegeven. Echter is met de *Financial Accounting Standards Advisory Council* besproken of er sprake moet zijn van betrokkenheid van accountants bij deze metriek. De SEC wil namelijk dat bedrijven op de nakoming en toelichting gaan letten (EY, 2016b).

Non-GAAP prestatie maatstaf moet ervoor zorgen dat investeerders bruikbare informatie krijgen over prestatie, activiteiten, winstgevendheid en kasstromen van een onderneming. Indien de SEC ervan overtuigd is dat een onderneming hun non-GAAP prestatie maatstaf niet betekenisvol of misleidend is, wordt er van de onderneming verzocht om deze maatstaf weg te halen uit hun jaarrekening. Voornamelijk verzoekt de SEC de toelichtingen te reorganiseren, zodat de non-GAAP niet prominenter wordt weergegeven dan de GAAP standaard. Echter was dit nog een moeilijke opgave voor de ondernemingen die veel non-GAAP toelichtingen hebben en ze geneigd zijn deze toelichtingen eerder te openbaren dan de GAAP standaard. Daarnaast maken ondernemingen gebruik van dikgedrukte titels zodat de aandacht daartoe wordt getrokken. Item 10 van *Regulation S-K* vereist de onderneming aansluitingen te maken van voorspellende non-GAAP toelichtingen. Ondertussen zit er wel een uitzondering in deze regel, namelijk dat een onderneming geen aansluiting hoeft te maken als het ‘onredelijke inspanning’ nodig heeft. De C&DIs wilt hiermee kijken in hoeverre bedrijven op deze uitzondering kunnen steunen, omdat deze strikt en gelimiteerd is. Verder moeten ondernemingen voorzichtig omgaan met de aanpassingen die ze in deze metriek toepassen en erbij stilstaan of deze informatie een investeerder zal helpen. De C&DIs stelt ook dat het uitsluiten van terugkerende kosten misleidend kan zijn, want deze kosten zijn routine-gewijs gerelateerd aan de prestatie van het bedrijf en het is een onderdeel van hun winstgevendheid. Het is bijvoorbeeld niet adequaat om onderzoekskosten niet op te nemen in de EBITDA als het bedrijf in een vroeg stadium van hun onderzoek zit (EY, 2016a).

2.3 Conclusie

Managers geven zelf een interpretatie van de alternatieve financiële prestatie-indicatoren. De accountants controleren namelijk niet de berekeningen van deze metriek, waardoor managers vrij zijn in het gebruik van deze metriek. Vóór de invoering van de *Regulation G*

was het vrij eenvoudig om investeerders te misleiden, omdat de regels niet toereikend waren. Na invoering wilt de SEC brede en onjuiste interpretatie voorkomen, maar ook de vrijheid van het gebruik inperken. Bovendien moet de focus worden gelegd op investeerders, want de cijfers geven hen de mogelijkheid tot inzage van de prestatie binnen een onderneming.

De invoering van de nieuwe regelgevingen verschillen niet van elkaar, maar vullen elkaar aan. De focus ligt voornamelijk op *Regulation G*, want dit overkoepelt *Item 10* van *Regulation S-K* en *Regulation S-B*. Er wordt expliciet vermeldt dat non-GAAP prestatie maatstaf geen onjuistheden mag bevatten en de toelichtingen moeten worden meegenomen ter ondersteuning van de berekeningen. Daarnaast moeten managers binnen de berekeningen zorgvuldig omgaan met eenmalige winsten en verliezen. Dit zorgt ervoor dat de investeerders goed inzicht krijgen van de achterliggende gedachte van de berekeningen zodat zij nauwkeurige beslissingen kunnen maken. Binnen *Regulation G* ligt de focus op het weergeven van de non-GAAP prestatie maatstaf. Er wordt van ondernemingen geacht hoofdzakelijk te richten op de GAAP standaard, want de jaarrekening moet volgens deze standaarden worden opgesteld. De non-GAAP prestatie maatstaf wordt gezien als een toevoeging aan de jaarrekening, aangezien een onderneming niet verplicht is dit te weergeven. Hoewel managers hun aandacht moeten richten op de GAAP standaard, wordt er ook veel van hen verwacht wanneer zij de non-GAAP standaard gebruiken. De wet- en regelgeving is strikter en er zijn meer vereisten. Het management is wel ervan bewust dat investeerders de focus leggen op de non-GAAP prestatie maatstaf, waardoor de focus van managers op de GAAP standaard verminderd wordt. Terwijl accountants zich focussen op de jaarrekening en de GAAP standaard, zal het management zich voornamelijk richten op de non-GAAP.

Sinds de invoering van 2002 werd er alsnog manipulatie geconstateerd bij het gebruik van non-GAAP. Een striktere handhaving heeft niet geleid tot integer gebruik van alternatieve financiële prestatie-indicatoren. De SEC heeft aan de hand van dit probleem de richtlijnen verder uitgewerkt, waardoor investeerders meer profijt ervan hebben. Het openbaren van non-GAAP prestatie maatstaf bevat meer eisen dan voorheen. Daarnaast worden meer voorbeelden gegeven over de interpretatie van deze metriek. Hoewel de richtlijnen uitgebreider worden weergegeven, ligt de kwestie uiteindelijk alsnog bij de integriteit van de managers. De wet- en regelgeving kan alleen optimaal worden uitgevoerd indien het management aan investeerders denkt.

III. Literatuuronderzoek

Ter beantwoording van de hoofdvraag wordt er in het literatuuronderzoek verschillende literatuurbronnen uitgebreid geanalyseerd en met elkaar vergeleken. Elk bijbehorende deelvraag zal worden beantwoord aan de hand van literatuurbronnen.

3.1 Welke gevolgen hebben de wet- en regelgeving op de financiële verslaggeving?

Het doel van de jaarrekening is het verschaffen van informatie over de financiële positie, resultaten en wijzigingen in de financiële positie die voornamelijk voor gebruikers nuttig is voor het nemen van economische beslissingen. De financiële verslaggeving wordt gebruikt door personen buiten de onderneming en organisaties, maar de gebruikersgroep wordt beperkt tot potentiële beleggers, investeerders en andere crediteuren (primaire gebruikers). Indien de jaarrekening voldoet aan de informatiebehoeften van primaire gebruikers, dan zal dit ook voldoen aan de overige gebruikers (Böhmer, Hoogendoorn & Kruit, 2016).

3.2 Voorgaand literatuuronderzoek

3.2.1 De informatiegehalte

Er is veel gediscussieerd over de bruikbaarheid van de pro forma maatstaven. Managers beweren dat het een verbeterde metriek is voor het aanduiden van toekomstige kastromen en de waarde van het bedrijf. Bedrijven met minder informatieve GAAP winsten zijn namelijk eerder geneigd om pro forma winsten te openbaren dan andere bedrijven. Investeerders hebben het meeste baat bij pro forma maatstaven als de GAAP winsten minder informatief zijn of als strategische overwegingen niet aanwezig zijn (Lougee & Marquardt, 2004). Bhattachararya, Black, Christensen en Larson (2003) hebben soortgelijk onderzoek gedaan naar het informatiegehalte en duurzaamheid van pro forma maatstaven in verhouding met de GAAP standaard en de operationele inkomsten van de I/B/E/S maatstaven. Er is handmatig 1.149 pro forma toelichtingen van 1998 tot en met 2000 verzameld en dit werd vervolgens vergeleken met de GAAP standaard. Uit het onderzoek kwam naar voren dat de pro forma winsten informatiever zijn dan de winsten onder de GAAP standaard. Daarnaast gebruiken analisten pro forma maatstaven eerder in hun voorspellingen dan de operationele winsten onder de GAAP standaard. De investeerders vinden dat pro forma winsten de *core earnings* aanzienlijk meer weergeven dan de operationele winsten onder de GAAP standaard. Dit sluit aan bij het feit dat de aanhangers van deze metriek vinden dat pro forma maatstaven de onderliggende resultaten van een onderneming beter weergeeft en duurzamer zijn voor de winstgevendheid. Uit de

beschrijvende statistieken van dit onderzoek is gebleken dat 80 procent van de bedrijven de voorspellingen van analisten behalen of overtreffen onder het gebruik van pro forma maatstaven in tegenstelling tot 39 procent onder de GAAP standaard. Bovendien bestaat 66 procent van de pro forma toelichtingen uit winsten, maar 52 procent van operationele winsten onder de GAAP standaard vallen daadwerkelijk onder de winst. De daadwerkelijke winst onder pro forma toelichtingen zijn hoger, waardoor het de vraag is of investeerders pro forma maatstaven betrouwbaar vinden. De verliezen onder de GAAP standaard worden omgezet tot winsten in de pro forma maatstaf en GAAP winsten die lager zijn dan de verwachtingen worden omgezet tot pro forma maatstaf, waardoor de verwachtingen worden behaald. Ook is gebleken dat investeerders de pro forma winsten niet verdisconteren, ondanks dat er een verlies is waargenomen onder de GAAP standaard. Daarentegen zijn analisten sceptischer over het gebruik van pro forma maatstaven en is de openbaring van deze cijfers alleen maar manipulerend voor het publiek.

Hoewel bij pro forma maatstaven bedragen worden uitgesloten van de winst die eenmalig voorkomen, worden er ook bedragen uitgesloten die terugkerend zijn en onderdeel zijn van de winstberekening. Echter is er geen accounting *item* die absoluut terugkerend of eenmalig is. In werkelijkheid ligt de juiste benadering van mogelijke transitorische componenten van winsten bij een professioneel oordeel. Terwijl sommige *items* worden geclassificeerd als eenmalige post door accountingregels, wegen sommige *items* minder zwaar als eenmalige posten. Het onderzoek van Gu & Chen (2004) laat zien dat verschillende benaderingen van eenmalige *items* in pro forma maatstaven rechtvaardig zijn bij de waardering van het gebruik van deze metriek. De *items* die worden meegenomen door analisten in pro forma maatstaven zijn waardevoller dan de uitgesloten *items*. Hoewel er een aanhoudend verschil is in winsten en verliezen die worden meegenomen en leidt tot verschillen in toekomstige prestatie, zullen meegenomen bedragen waardevoller zijn dan uitgesloten bedragen. De meegenomen items zullen eerder de *core earnings* reflecteren en uitgesloten *items* neigen eerder naar transitorische componenten. Hoewel uitgesloten items nog steeds voorspellende krachten en waardering bevatten, is het uitsluiten van deze items eerder gewaarborgd. Het blijft een uitdaging om te bepalen waar de grens ligt bij het bepalen van de materialiteit per item.

3.2.2 De invoering van *Regulation G*

Ondanks dat managers aangeven dat pro forma maatstaven zorgen voor additionele informatie voor de markt, vinden regelgevers en wetgevers dat deze metriek leidt tot een vertekend beeld voor de investeerders. Daarnaast zouden de pro forma maatstaven niet compleet, inaccuraat en misleidend worden weergegeven door managers. De SEC geeft aan dat pro forma maatstaven alleen mogen worden toegepast, indien het bruikbaar is voor investeerders. Uit onderzoek van Marques (2006) is naar voren gekomen dat het publiceren van pro forma maatstaven stabiel was in 2001 en 2002, omdat *Regulation G* nog niet was geadopteerd. Na adoptie van *Regulation G* is het gebruik van deze metriek afgenomen. In een vergelijkbaar onderzoek is naar voren gekomen dat de Sarbanes-Oxley wet van 2002 heeft gezorgd voor een daling in het gebruik van pro forma toelichtingen. De omvang van de verschillen in non-GAAP en GAAP is afgenomen, zoals het aantal uitsluitingen. Daarnaast is de kans dat bedrijven zodanig rapporteren om voorspellingen van analisten te behalen of te overtreffen afgenomen. Dit heeft ervoor gezorgd dat ook de correlatie tussen opbrengsten en *forecast error* is afgenomen (Heflin & Hsu, 2008).

Aan de hand van een vergelijkbaar onderzoek is gekeken of de interventie van de SEC daadwerkelijk heeft gezorgd voor de verandering in de financiële verslaggeving. De data van dit onderzoek bestaat uit aankondigingen over de winst van 500 S&P bedrijven in het jaar 2001 tot en met 2003. Er is gebleken dat de interventie van de SEC heeft gezorgd voor een verandering in het gebruik van pro forma maatstaven. Ten eerste is de neiging van bedrijven om pro forma maatstaven te rapporteren gedaald van 77 naar 54 procent. Een aanleiding voor deze daling is dat pro forma maatstaven voorheen werden gebruikt om investeerders te misleiden. Echter gebruikt nog steeds meer dan de helft van de steekproef deze metriek na 2003. Dit geeft aan dat pro forma maatstaven enigszins nuttig zijn voor investeerders. Ten tweede is er een daling van 18 procent bij pro forma winsten die de GAAP winst overschrijden en is er een sterke daling in het verschil van de winsten onder non-GAAP en GAAP. Ten derde is er een verschuiving in de presentatie van pro forma maatstaven tussen 2001 en 2003. De pro forma maatstaven worden minder prominent gepresenteerd bij de *press releases*. In 44 procent van de gevallen worden minder pro forma maatstaven vermeld in de titel. Daarnaast worden in 77 procent van de gevallen de pro forma maatstaven minder prominent gepubliceerd, waardoor de GAAP standaarden minder naar de achtergrond vallen. De invoering van *Regulation G* heeft geleid tot een positieve verandering in de financiële verslaggeving bij bedrijven (Entwistle, Feltham & Mbagwu, 2006).

Kolev, Marquardt en McVay (2008) hebben een empirisch onderzoek gedaan naar het effect van financiële verslaggeving van non-GAAP prestatie maatstaf op de kwaliteit van de non-GAAP winst uitsluitingen. Er is geconcludeerd dat de uitsluitingen van hogere kwaliteit zijn na de bemoeienis van de SEC. Bedrijven die zijn gestopt met het gebruik van non-GAAP prestatie maatstaf na de interventie van SEC hadden uitsluitingen die van lagere kwaliteit waren voor de interventie. Deze resultaten komen overeen met de doelstellingen van de SEC over het verbeteren van de kwaliteit van de uitsluitingen.

3.2.3 Corporate Governance

Onafhankelijke directeuren zijn beter in staat om managers in de gaten te houden. Bedrijven met een bestuur die meer onafhankelijk is, hebben minder kans op incidenten, fraude binnen de accounting en winststuring. Hoewel er vraag is om een onafhankelijke audit commissie te hebben, is dit vrijwel onmogelijk. Het is namelijk praktisch onmogelijk om als een buitenstaander fraude en onregelmatigheden op te sporen, omdat een bedrijf te groot is. Wel wordt aangeraden om in het bestuur één financiële expert te hebben. Echter kan dit juist averechts werken. De rest van het bestuur kan hierdoor minder waakzaam zijn, waardoor dit minder effectief is. Een algemene directeur kan ook invloed hebben op het bestuur als degene veel invloed heeft andere bestuursleden. Hierdoor zullen bestuursleden minder letten op de managers. Hoe groter de invloed van de algemene directeur, hoe minder het bestuur onregelmatigheden kan opsporen in tegenstelling tot een meer onafhankelijke bestuur. Het onderzoek heeft vastgesteld dat de kans op het opnieuw publiceren van de winst significant lager is bij bedrijven die binnen het bestuur of de audit commissie een financiële expert hebben. Echter is de kans hoger als een algemene directeur onderdeel is van de oprichting van het bedrijf. Deze resultaten komen overeen met het feit dat onafhankelijke directeuren die samenwerken met financiële experts meer waardevol zijn voor het toezicht op de financiële praktijken van een bedrijf (Agrawal & Chadha, 2005).

Uit voorgaand onderzoek is gebleken dat de corporate governance een sterke invloed heeft op de financiële verslaggeving van het bedrijf en vrijwillig openbaring van de toelichtingen. Voornamelijk de hoeveelheid onafhankelijke directeuren en het percentage aandelen bij instituten spelen een belangrijke rol. In de corporate governance bevindt zich zowel interne als externe bestuursleden. Bedrijven die meer externe bestuursleden hebben, zijn eerder geneigd om voorspellingen te publiceren die meer specifiek zijn en minder optimistisch. Interne bestuursleden zullen handelen uit eigenbelang, terwijl externe bestuursleden het handelen uit eigen belangen zullen verzachten en zorgen voor een toename van transparantie

(Ajinkya, Bhojraj & Sengupta, 2005). Aan de hand van publicaties die per kwartaal worden vrijgegeven door 500 S&P bedrijven van 2001 tot en met 2003 hebben Jennings en Marques (2011) onderzoek gedaan naar het effect van *Regulation G* op corporate governance. Corporate governance wordt gemeten op basis van het percentage externe bestuursleden van het bestuur en het percentage aandeelhouders van institutionele investeerders. Bij bedrijven die een sterke corporate governance hebben, is naar voren gekomen dat non-GAAP prestatimaatstaf niet leiden tot het misleiden van investeerders van zowel voor als na de invoering van *Regulation G*. Aanpassingen die worden verricht door de pro forma maatstaven zijn over het algemeen minder aanhoudend en er vindt geen associatie plaats met de *security return* van winst aankondigingen in de volgende jaren. Daarnaast is er geen bewijs dat investeerders worden misleid door terugkerende aanpassingen die ex ante zijn of de voorspellingen behalen of overtreffen. In tegenstelling tot bedrijven met een zwakkere corporate governance vindt er vóór de invoering van *Regulation G* misleiding plaats bij pro forma maatstaven op de investeerders. Bij deze bedrijven is gebleken dat de pro forma maatstaven zowel aanhoudend en positief geassocieerd zijn met toekomstige opbrengsten. Echter is er na invoering van *Regulation G* geen bewijs gevonden dat er nog steeds sprake is van misleiding van investeerders.

Een vergelijkbaar onderzoek concludeert dat uitsluitingen bij non-GAAP sterk gecorreleerd is met zowel toekomstige GAAP winsten als toekomstige operationele inkomsten en zijn van lagere kwaliteit als de onafhankelijkheid van het bestuur zwak is. Daarentegen is in de loop der jaren de relatie tussen de onafhankelijkheid van het bestuur en de aanhoudendheid van non-GAAP uitsluitingen afgenomen. Dit loopt gelijk met het feit dat de onafhankelijkheid van het bestuur een kleinere rol speelt, doordat er een alternatieve toezichthouder is. Dit resultaat kan ook ontstaan doordat investeerders de uitsluitingen van de pro forma maatstaven wantrouwen. Uit dit onderzoek komt naar voren dat onafhankelijkheid van het bestuur vormgeeft aan de aansluitingen. Er wordt geconcludeerd dat de onafhankelijkheid van het bestuur positief gecorreleerd is met de kwaliteit van non-GAAP prestatimaatstaf (Frankel, McVay & Soliman, 2011).

3.2.4 De expertise van investeerders

De gebruikers die voornamelijk gebruik maken van deze pro forma maatstaf zijn de investeerders. Zij gebruiken deze metriek om te investeren en voorspellingen te maken voor toekomstige aankopen. Echter kijkt elke investeerder anders naar de financiële verslaggeving en zal de een het uitgebreider doornemen dan de ander en speelt expertise een grote rol bij het gebruik van de financiële jaarverslag. Uit een experiment over investeren onder pro forma

maatstaven is naar voren gekomen dat professionele investeerders anders reageren op de pro forma toelichtingen dan niet-professionele investeerders. Doordat minder ervaren investeerders weinig kennis en expertise bezitten, zijn ze niet in staat om de accuraatheid en betrouwbaarheid van deze toelichtingen te begrijpen. Zij zullen door dit probleem eerder te maken hebben met misleiding en risico. Dit onderzoek bestudeerde 5.376 winstaankondigingen tussen januari 1998 en december 2003 om te bepalen welke investeerders gebruik maakten van de pro forma toelichtingen. Er is geconcludeerd dat winsten die gebaseerd zijn op de pro forma berekeningen een positieve correlatie hebben met de abnormale *net-buying* activiteiten van minder ervaren investeerders. Verder is de *pro forma earnings surprise* aanzienlijk informatiever en beter in het uitleggen aan minder ervaren investeerders in vergelijking met de *earnings surprise* van de GAAP standaard en de *I/B/E/S actual earnings*. De ervaren investeerders vermijden te handelen als de pro forma winsten worden geopenbaard of gaan pas later onderhandelen en baseren hun informatie op de *I/B/E/S actual earnings*, maar zullen nooit handelen op basis van de pro forma toelichtingen die door de managers zijn samengesteld (Bhattacharya, Black, Christensen & Mergenthaler, 2007).

3.2.5 Conclusie

Het gebruik van non-GAAP maatstaf hoort een betere beeld te geven van toekomstige kastromen en de waarde van het bedrijf. Bedrijven zijn eerder geneigd om de non-GAAP maatstaf te gebruiken dan de GAAP standaard. Deze metriek geeft namelijk een hogere winst weer in tegenstelling tot de GAAP standaard. Echter was de vraag of het betrouwbaar is, omdat eenmalige kosten niet worden meegenomen in berekening. Eenmalige winsten worden wel meegenomen, zodat de winst hoger uitvalt. Uit verschillende onderzoeken is naar voren gekomen dat deze metriek informatiever is en dat investeerders vooral naar de non-GAAP standaard kijken als het gaat om toekomstige voorspellingen. Hoewel deze metriek informatiever is, vinden regelgevers en wetgevers dat deze metriek leidt tot een vertekend beeld voor investeerders. De pro forma maatstaf is namelijk niet compleet, inaccuraat en misleidend. De SEC raadt bedrijven aan deze metriek alleen te gebruiken wanneer het bruikbaar is voor investeerders. De invoering van *Regulation G* heeft geleid tot een positief gevolg. Er vond onder andere een afname plaats in het gebruik van de pro forma maatstaf. Tevens heeft het geresulteerd in een daling bij het behalen van het benchmark. De financiële verslaggeving is ook verbeterd na de invoering. De winsten worden zodanig weergegeven dat de cijfers minder misleidend zijn. De invoering heeft er dus voor gezorgd dat managers zorgvuldiger zijn

geworden wat betreft het uitsluiten van bedragen. De SEC heeft aangegeven vaker te letten op het gebruik van de pro forma maatstaf. Dit is terug te zien in de openbaring van de cijfers, waarbij het op een minder prominente manier wordt weergegeven. Bij bedrijven waarvan de non-GAAP prestatie maatstaf van lage kwaliteit is, zijn de managers gestopt met het openbaren van deze metriek. Andere bedrijven blijven openbaren, maar hebben hun toelichtingen verbeterd.

Hoewel ondernemingen zelf kiezen of ze deze metriek willen gebruiken, speelt corporate governance ook een rol bij de financiële verslaggeving. Het is gunstiger voor de pro forma maatstaf om meer externe bestuursleden in het bestuur te hebben dan interne bestuursleden. Het hebben van interne bestuursleden leidt tot specifiekere en transparantere pro forma winsten. De onafhankelijke bestuursleden moeten daarnaast ook op managers letten bij het gebruik van deze metriek. Managers zijn eerder geneigd om te handelen uit eigenbelang, terwijl onafhankelijke bestuursleden weinig baat erbij hebben. Zij krijgen namelijk geen bonus uitgekeerd, indien het benchmark wordt behaald en gekoppeld is aan de prestatiegerichte beloning van de betreffende manager. Dit is te zien uit de resultaten van voorgaande onderzoeken, waarin bedrijven met meer onafhankelijke bestuursleden in het bestuur minder optimistische cijfers openbaren. Na de invoering van *Regulation G* hebben bedrijven met een sterke corporate governance minder misleidende cijfers vergeleken met bedrijven met zwakke corporate governance. Echter is de rol van het bestuur in de loop der jaren afgenomen. Dit komt doordat er een alternatieve toezichthouder is. Deze afname heeft niet voor negatieve gevolgen gezorgd.

Investeerders kiezen zelf voor het gebruik van de pro forma maatstaf voorspellingen. Echter is er verschil tussen professionele en niet-professionele investeerders. Professionele investeerders reageren anders op de pro forma toelichtingen dan tot niet-professionele investeerders. Niet-professionele investeerders bezitten namelijk minder kennis en expertise, waardoor ze sneller worden misleid. De resultaten van voorgaand onderzoek geven aan dat de pro forma maatstaf een betere uitleg geeft van de cijfers en informatiever is voor minder ervaren investeerders. Echter baseren professionele investeerders hun keuze niet alleen op de pro forma maatstaf, maar richten ze ook op onder andere *I/B/E/S actual earnings*.

De SEC wilde dat bedrijven geen misleidende cijfers meer gingen publiceren en dat de kwaliteit van de metriek werd verbeterd. De invoering van de nieuwe wet- en regelgeving voor de alternatieve financiële prestatie-indicatoren heeft gezorgd voor positieve gevolgen voor de financiële verslaggeving. De manier van rapporteren is sterk verbeterd en de bedrijven zijn alerter geworden bij het berekenen en publiceren van de metriek. Ondanks dat *Regulation G*

heeft gezorgd voor positieve gevolgen, zal dit probleem niet volledig geëlimineerd kunnen worden. De SEC is niet in staat om elk bedrijf te controleren op de kwaliteit en de bruikbaarheid van de pro forma maatstaf.

Tabel 1: Een samenvatting van het voorgaand onderzoek per paper.

Paper	Conclusie
Lougee & Marquardt (2004)	Pro forma winsten worden eerder geopenbaard, als het bedrijf minder informatieve GAAP winsten bevat. Investeerders zullen hier het meest van profiteren, omdat de pro forma winst van beter kwaliteit is.
Bhattachararya, Black, Christensen & Larson (2003)	Pro forma winsten zijn informatiever dan de winsten van de GAAP standaard. Investeerders nemen waar dat de <i>core earnings</i> beter worden weergegeven onder pro forma winsten dan de operationele winsten van de GAAP standaard.
Gu & Chen (2004)	De meegenomen items in de pro forma maatstaf zijn waardevoller dan de uitgesloten items. Deze meegenomen items reflecteren de <i>core earnings</i> en de uitgesloten items neigen eerder naar transitorische componenten.
Marques (2006)	Na de invoering van <i>Regulation G</i> is het gebruik van de pro forma maatstaf afgenomen.
Heflin & Hsu (2008)	Er is sprake van een daling bij de pro forma toelichtingen. De omvang van de verschillen tussen de non-GAAP en GAAP is ook afgenomen.
Entwistle, Feltham & Mbagwu (2006)	De interventie van de SEC heeft gezorgd voor verandering in de financiële verslaggeving. Er wordt minder pro forma maatstaven gebruikt, de pro forma winsten overschrijven minder onder GAAP winsten en pro forma winsten worden minder prominent weergegeven.
Kolev, Marquardt & McVay (2008)	De uitsluitingen zijn van hogere kwaliteit na de nieuwe wet- en regelgeving van de SEC. Bedrijven die een lagere kwaliteit uitsluitingen hadden, zijn gestopt met het gebruik van de metriek.
Argawal & Chadha (2005)	Onafhankelijke bestuursleden en financiële experts in het bestuur kunnen letten op de acties van managers en kunnen samen waardevoller zijn voor toezicht op financiële praktijken.

Ajinkya, Bhojraj & Sengupta (2005)	Een bedrijf met meer externe bestuursleden zal voorspellingen publiceren die meer specifiek zijn en minder optimistisch. Zij zullen ook handelen uit eigenbelang verzachten en transparantie laten toenemen.
Jennings & Marques (2011)	Sterke corporate governance zorgt ervoor dat investeerders niet worden misleid. Dit is zowel bij voor als na invoering van <i>Regulation G</i> .
Frankel, McVay & Soliman (2011)	De onafhankelijkheid van het bestuur is positief gecorreleerd met de kwaliteit van de non-GAAP prestatie maatstaf.
Bhattacharya, Black, Christensen & Mergenthaler (2007)	Professionele investeerders reageren anders dan de niet-professionele investeerders op de pro forma maatstaf. Professionele investeerders vermijden te handelen met geopenbaarde cijfers van de pro forma maatstaf, maar baseren de investeringen op <i>I/B/E/S actual earnings</i> .

3.3 Hoe wordt de manier van rapporteren door managers beïnvloedt na de invoering van de wet- en regelgeving?

De SEC heeft de term ‘non-GAAP prestatie maatstaf’ geïntroduceerd in *Regulation G*. Men was geneigd om een definitie aan de pro forma maatstaven toe te voegen vanwege de snelle toename in gebruik van deze metriek. Managers gebruiken eerder non-GAAP prestatie maatstaf, omdat het minder conservatief en meer informatief is dan de GAAP standaard. Echter voorzien managers hun investeerders van onvoldoende informatie bij de aansluiting van non-GAAP en GAAP standaard. Verder focussen managers eerder op de non-GAAP prestatie standaard en is er sprake van inconsistente aanpassingen om hun pro forma maatstaven beter naar buiten te brengen (Yi, 2012).

3.4 Voorgaand literatuuronderzoek

3.4.1 De redenen voor het gebruik van pro forma maatstaf

Zowel managers als analisten spelen een rol bij het gebruik van non-GAAP maatstaven. Hoewel de reden voor het gebruik van deze maatstaf onduidelijk is bij managers en analisten, zijn er een paar redenen voor de verantwoordelijkheid van het gebruik van deze maatstaf. Managers gebruiken deze metriek om de investeerders te informeren over hun interne prestaties en voor het gebruik van toekomstige voorspellingen. Indien analisten de openbaring van deze pro forma maatstaf informatief vinden, zullen zij het gebruiken in hun onderzoeksrapport. Managers beschikken in tegenstelling tot analisten over meer private informatie. Analisten krijgen alleen objectieve en uitgesloten cijfers, waardoor zij afhankelijk zijn van de rapportage van de managers. Hoewel *Regulation G* focust op de transparantie van managers, hebben zij invloed op de prestaties van externe gebruikers. Ook zijn er redenen waarom analisten los van managers gebruik maken van pro forma maatstaven, namelijk doordat ze investeerders willen informeren over onder andere de waarde van aandelen. Dit zorgt er voor dat analisten bepaalde winstcomponenten uitsluiten die minder relevant zijn van de GAAP winsten van het bedrijf. Managers discussiëren vaker over winstcomponenten als het gaat om de prestatie van het bedrijf en nemen dit mee in hun berekening, terwijl analisten de mogelijkheid hebben om bepaalde winsten eruit te laten. Dit terwijl managers het er niet mee eens zijn. Het is namelijk gebruikelijk dat analisten de prestatie van bedrijven met elkaar vergelijken binnen een peergroep (Bentley, Christensen, Gee & Whipple, 2016).

De prikkels voor analisten en managers om pro forma maatstaven te gebruiken is de mate van informatie die de metriek bevat. De voornaamste reden van een analist voor het

gebruik van deze metriek is het weergeven van een verbeterde metriek over de waarde van het bedrijf aan investeerders. Analisten zullen hierdoor de vraag van investeerders tevreden willen houden door een non-GAAP prestatie maatstaf aan te bieden die een nauwkeurigere weergave geeft van de onderliggende prestatie van de onderneming. Managers hebben daarentegen een complexere reden voor het gebruik van deze metriek, omdat er nog sprake kan zijn van kosten bij openbaring. Een reden voor dit gebruik is dat managers het voornamelijk toepassen om niet-oplettende investeerders op de hoogte te houden. Een andere beweegreden is dat de GAAP maatstaf niet informatief genoeg is, waardoor bij openbaring van de non-GAAP maatstaf de prestatie van het bedrijf beter wordt weergegeven. Hierdoor zullen de aandelenprijzen stijgen en dit is gunstig voor het bedrijf. Ondanks de vele voordelen zullen managers er toch voor kiezen non-GAAP prestatie maatstaf niet te openbaren, omdat er kosten aan verbonden zijn. Zulke kosten kunnen ontstaan als een manager bijvoorbeeld voorafgaande toelichtingen wil openbaren maar er later alsnog afstand van neemt waardoor de markt de onderneming zal straffen. Verder verliest de onderneming logischerwijs haar geloofwaardigheid door deze actie. De SEC houdt echter deze metriek in de gaten, waardoor het gebruik van deze metriek door managers anders zal zijn (Bentley, Christensen, Gee & Whipple, 2016).

3.4.2 Het benchmark

Het behalen van het benchmark voor een bedrijf is ook een cruciale factor voor managers om non-GAAP prestatie maatstaf te gebruiken, omdat dit vaak niet haalbaar is met de GAAP standaard. Uit het onderzoek van Black en Christensen (2009) blijkt dat verschillende winstaanpassingen leiden tot een 'gat' tussen non-GAAP prestatie maatstaf en de GAAP standaard. Hieruit komt naar voren dat onderzoekskosten, afschrijving, amortisatie en rente-gerelateerde kosten de vier meest significante uitsluitingen zijn. Hoewel sommige managers bepaalde *items* niet meenemen, omdat ze niet 'eenmalig' zijn, wil dit zeggen dat deze metriek niet altijd de terugkerende winst weergeeft. Bovendien laten managers kosten weg van de winst- en verliesrekening die eenmalig voorkomen. Bedrijven rapporteren een lagere winst onder pro forma winsten dan de GAAP standaard voordat de buitengewone *items* worden afgetrokken. Sommige bedrijven laten tevens eenmalige opbrengsten achterwege. Dit bewijst dat er managers zijn die aangepaste winsten rapporteren op basis van altruïstische redenen. Ook blijkt uit dit onderzoek dat managers terugkerende en niet-terugkerende pro forma aanpassingen gebruiken om het benchmark te halen. Echter zijn bedrijven die op reguliere basis pro forma rapporteren minder agressief in het toepassen van opportunistische terugkerende aanpassingen om de strategische doelen te overtreffen. Uitsluiting van terugkerende items is een indicatie van

agressieve pro forma rapportage. Managers zullen minder waarschijnlijk strategische doelen behalen als ze eenmalige of zeldzame *items* uitsluiten. Als managers normaal gesproken eenmalige kosten uitsluiten en de strategische doelen niet heeft bereikt dan zijn ze meer altruïstisch gemotiveerd, maar managers die terugkerende items uitsluiten en belangrijke benchmarks willen behalen, vertonen meer opportunistisch gedrag (Black & Christensen, 2009).

Een soortgelijk onderzoek van Doyle, Jennings en Soliman (2013) kijkt of managers de alternatieve financiële prestatie-indicatoren op een opportunistische manier benaderen om het benchmark te behalen of te overtreffen. Hiervoor is onderzocht of managers hun *accruals* en verwachtingen beheren en of ze werkelijke activiteiten manipuleren. Uit dit onderzoek komt naar voren dat ondernemingen die non-GAAP prestatie maatstaf rapporteren eerder in staat zijn om het benchmark te behalen of te overtreffen van voorspellingen, waardoor analisten niet in staat zijn zich volledig te anticiperen. Dit komt mede doordat managers de winsten in hun berekeningen meenemen op het moment van aankondiging. Daarnaast is ook waargenomen dat onverwachte winsten en speciale *items* binnen de non-GAAP prestatie maatstaf leiden tot behalen of overtreffen van het benchmark. Managers maken eerder gebruik van uitsluitingen om deze benchmark te behalen of te overtreffen als dit niet mogelijk is binnen de GAAP standaard. De markt reageert meer op gebruik van deze uitsluitingen, waardoor de verdisconteringsvoet hoger zal uitvallen. Dit komt mede doordat de winsten bij non-GAAP hoger zijn en hierin winsten verwerkt zijn van de toekomst. Deze resultaten kwamen ook terug uit eerder onderzoek waarin veel ondernemingen hun winsten hoger lieten uitvallen, zodat het voorspellende benchmark van analisten wordt behaald of overtroffen (Burgstahler & Eames, 2006). Deze bevindingen worden onderbouwd door het feit dat de non-GAAP prestatie maatstaf niet goed gereguleerd is door de overheid. Dit is een stimulans voor managers, omdat er een grote vrijheid is in het gebruik van alternatieve financiële prestatie-indicatoren. De mogelijkheid tot opportunistisch gedrag is derhalve terug te vinden in de resultaten.

3.4.3 Bonussen

Een andere reden tot opportunistisch of agressief gebruik van pro forma maatstaven kan te maken hebben met de bonussen die bedrijven uitkeren aan managers. Dit heeft te maken met het benchmark die managers moeten behalen om de bonus te kunnen ontvangen. Managers zijn geneigd zich te focussen op korte termijn, omdat bonussen vaak jaarlijks worden uitgekeerd. Dit kan een prikkel zijn voor het gebruik van pro forma maatstaven, waardoor manager het benchmark kan halen. Indien een manager op lange termijn focust, waarbij men kijkt naar de komende drie of vijf jaar, dan zijn er weinig prikkels tot agressieve gebruik van de pro forma

maatstaf. Hoewel bonussen kunnen leiden tot misleidende cijfers, kan de inspanning van een auditor dit verlagen. Managers die in het verleden pro forma winsten hebben weergegeven die hoger uitvallen dan gebruikelijk, zullen hogere kosten hebben binnen het bedrijf. Het bedrijf draagt namelijk een hogere risico en dit moet gecompenseerd worden. Dit risico ontstaat als managers cijfers publiceren die positief zijn voor de investeerders, maar in werkelijkheid een slechte operationele prestatie heeft. Tevens zullen managers geen cijfers openbaren als ze de toelichtingen niet kunnen verdedigen (Black, Black & Christensen, 2014). Black, Black & Christensen (2014) hebben geconcludeerd dat managers pro forma maatstaven niet misbruiken als ze gefocust zijn op de lange termijn. Daarnaast is de inspanning van auditors van belang. Als een auditor zich bemoeit met het bedrijf dan worden managers ontmoedigd deze metriek te misbruiken.

3.4.4 De invoering van *Regulation G*

Uit het onderzoek van Shiah-Hou en Teng (2016) is gebleken dat managers nog steeds in staat zijn te manipuleren bij gebruik van non-GAAP maatstaf. Terwijl het verplicht is om onder *Regulation G* een aansluiting bij te voegen, laten managers voortdurend terugkerende posten uit de winst. Managers zijn egoïstisch en handelen uit eigenbelang. Daarnaast handelen corporate managers met *insider* informatie, waardoor zij er meer profijt van zullen hebben. Hierbij kan gedacht worden aan een extra bonus of aandelen in het bedrijf. Hoewel *insiders trading* gereguleerd is door het congres en de SEC onder de *Securities Exchange Act of 1934*, zijn managers bezorgd over de aandelenprijzen na winstaankondigingen. Volgens deze regulering mogen managers tussen de derde dag en de twaalfde dag hun deelnemingen verkopen. De managers openbaren hierdoor de non-GAAP prestatie maatstaven binnen deze periode. Het informatieve argument van deze openbaring is dat managers met *insider* informatie een beter beeld van de *core* winsten hebben en erin geloven dat deze winsten in de toekomst zullen voortzetten. De opportunistische kant is dat de non-GAAP prestatie maatstaf mogelijk opportunistische cijfers weergeeft, waardoor investeerders worden misleid over de winsten van het bedrijf. Indien de non-GAAP winsten hoger zijn dan de GAAP winsten betekent dat de prestatie van het bedrijf positief zijn en derhalve tot hogere aandelenprijzen leiden (Shiah-Hou & Teng, 2016).

De SEC heeft *Regulation G* ingevoerd, omdat managers geen aansluitingen maken met de cijfers die worden weergegeven onder de GAAP-standaard. Indien managers cijfers willen publiceren, moet het van hoge kwaliteit zijn. Echter kan door strategische overwegingen pro

forma maatstaven worden weergegeven die van lage kwaliteit zijn om investeerders te misleiden. Als investeerders vlak achter de managers staan en hen dwingen tot publiceren van pro forma cijfers, kan dit ook invloed hebben op de kwaliteit. Na de invoering van *Regulation G* zijn de aansluitingen verbeterd ten opzichte van vóór de invoering. De SEC heeft namelijk als doel het verminderen van onjuiste waardering. Zhang & Zheng (2011) hebben geconcludeerd dat onjuiste waardering voornamelijk plaatsvindt bij bedrijven met een lage kwaliteit van de aansluiting, maar niet bij bedrijven met een hoge kwaliteit van de aansluiting. Daarnaast is er geen bewijs gevonden dat er sprake is van onjuiste waardering binnen de pro forma maatstaven. De invoering van *Regulation G* heeft er ook voor gezorgd dat daling van onjuiste waardering aanwezig is bij bedrijven die hun aansluiting hebben verbeterd.

Black, Christensen, Kiosse en Steffen (2017) onderzochten de invloed van de SOX en *Regulation G* op het gebruik van non-GAAP prestatie maatstaf. De resultaten gaven aan dat invoering van *Regulation G* heeft geleid tot minder uitsluitingen van terugkerende *items* en dat managers minder terugkerende uitsluitingen gebruiken om het benchmark van analisten te behalen of te overtreffen. Ondanks dat deze regelgeving heeft gezorgd voor verbeteringen, zijn er nog steeds ondernemingen die terugkerende bedragen uitsluiten van de winst zoals rente, belasting en aandelencompensatie. Alleen agressieve gebruikers van non-GAAP prestatie maatstaf zijn beïnvloed door deze regelgeving en blijven alsnog misleidende cijfers weergeven.

De SEC verplicht bedrijven om aansluitingen te maken van pro forma maatstaven met de meest vergelijkbare GAAP standaard. Echter zijn managers niet verplicht om pro forma winsten te openbaren met betrekking tot tijdelijke winsten. Managers kunnen strategisch te werk gaan door informatie over pro forma winsten niet te openbaren. Hierdoor limiteren ze het aantal informatie voor de investeerders. Het uitsluiten van transitorische items zorgt er namelijk voor dat de pro forma metriek op lange termijn een betere maatstaf is voor de toekomstige winst. De uitgesloten *items* binnen de metriek zorgen voornamelijk voor een daling in de winst. Het uitsluiten van deze *items* leidt dus tot toename in de non-GAAP winst van het bedrijf. Dit is een opportunistisch motief voor managers om operationele winsten van bedrijven gunstig te weer te geven voor investeerders. Daarnaast zorgt uitsluiting van eenmalige winsten voor een daling in de non-GAAP winst, maar het geeft een beter beeld weer van operationele winsten in tegenstelling tot de GAAP winst. Curtis, McVay en Whipple (2014) concluderen dat de meest doordringende motivatie voor het gebruik van pro forma maatstaven het informeren van investeerders is. Managers die gemotiveerd zijn om investeerders te informeren van duurzame winsten, zullen eenmalige winsten voornamelijk uitsluiten van de berekening. Terwijl

gemotiveerde managers eerder geneigd zijn om hogere winsten te rapporteren, zullen zij eenmalige winsten wel in de berekening opnemen, maar geen duidelijke toelichting geven van de gemaakte winsten. Uit de resultaten blijkt tevens dat van 101 bedrijven, 5,3 procent van de managers kosten uitsluiten en winsten meenemen in de pro forma maatstaf en dit vervolgens publiceren. De reden voor dit gedrag is het behalen van een criterium (Curtis, Mcvay & Whipple, 2014).

In het onderzoek van Baumker, Biggs, McVay en Pierce (2014) is gekeken hoe managers *transitory gains* openbaren na invoering van *Regulation G*. Achterhouden van bepaalde informatie leidt namelijk tot misleidende cijfers voor investeerders. De invoering van *Regulation G* heeft volgens het onderzoek gezorgd voor onbedoelde gevolgen voor investeerders. Managers zijn namelijk eerder geneigd om *transitory gains* te openbaren en willen deze winsten niet uitsluiten bij berekening van pro forma winsten. Daarnaast stijgt de openbaring met de hoogte van de winsten, maar dit geldt alleen voor een *transitory loss*. Dit heeft te maken met opportunistisch gedrag van managers, waarbij ze proberen de prestatie van het bedrijf zo gunstig mogelijk te schetsen. De meerderheid van de managers vermelden hun winst bij het publiceren van de cijfers, namelijk 88,5 procent, in tegenstelling tot maar 34 procent van de managers die *transitory gains* uitsluiten van de pro forma winst. Dit percentage is lager na invoering van *Regulation G*, want voor invoering namen ongeveer 62 procent van de bedrijven de *transitory gains* niet mee in de berekening (Baumker, Biggs, McVay & Pierce, 2014).

3.4.5 Conclusie

De voornaamste reden voor managers en analisten voor het gebruik van pro forma maatstaf is het informeren van investeerders. Investeerders worden geïnformeerd over de prestaties van het bedrijf en kunnen hierop anticiperen. Echter weten managers meer dan analisten over het bedrijf. Zij beschikken namelijk over private informatie, terwijl analisten alleen objectieve en uitgesloten cijfers krijgen van managers. Daarnaast willen managers het bedrijf goed naar buiten brengen en zullen hierdoor de pro forma maatstaf gebruiken om dit te tonen. Toevoeging van eenmalige winstcomponenten en uitsluiting van bepaalde kosten, leiden tot hogere pro forma winst. Investeerders weten echter niet of de cijfers op de juiste manier zijn berekend en of ze betrouwbaar zijn. Alleen niet-professionele investeerders zullen voornamelijk naar deze cijfers kijken in tegenstelling tot professionele investeerders. Zij bezitten namelijk minder expertise.

Een andere beweegreden voor het gebruik van pro forma maatstaf is het benchmark die managers willen behalen. Dit benchmark is niet te behalen met de GAAP standaard, omdat deze standaard lagere winsten weergeeft vergeleken met de pro forma maatstaf. Uit verschillende onderzoeken is naar voren gekomen dat managers veel buitengewone *items* niet meenemen in de metriek, waardoor de winst hoger uitvalt. Zij handelen vanuit strategische en opportunistische redenen. Echter zijn er wel managers die eenmalige winsten niet meenemen. Dit laat zien dat er ook managers zijn die handelen vanuit altruïstische redenen. Bovendien is er een verband tussen bonussen die bedrijven uitkeren aan managers indien zij het benchmark behalen. Managers zullen hierdoor voornamelijk handelen uit eigenbelang, waardoor de pro forma winsten hoger uitvallen. Dit geldt alleen voor managers die op korte termijn handelen, omdat de winsten jaarlijks worden uitgekeerd. Managers die focussen op de lange termijn van het bedrijf, zullen voornamelijk kijken naar de prestaties van bedrijven van drie tot vijf jaar. Hierbij speelt bonus een minder belangrijke rol, waardoor managers niet vanuit eigenbelang zullen handelen. De auditors van het bedrijf bemoeien zich ook met het gebruik van pro forma maatstaf. Als zij zich meer inspannen binnen het bedrijf en meer letten op het gedrag van managers, zullen managers meer terughoudend zijn wat betreft het gebruik van deze metriek.

De invoering van onder andere *Regulation G* moet het manipuleren van non-GAAP prestatie maatstaf voorkomen. Echter is uit voorgaande onderzoeken gebleken dat managers nog steeds manipuleren bij het gebruik van deze maatstaf. Managers blijven kosten niet meenemen in de winst, maar nemen wel eenmalige winsten op in de winst. Hierdoor stijgen de aandelenprijzen na het publiceren van de pro forma maatstaf. Daarnaast is na de invoering nog steeds sprake van terugkerende *items* die niet worden meegenomen in de winst. Gemotiveerde managers blijven opportunistisch gedrag vertonen en zullen hogere pro forma winsten publiceren. Bovendien kunnen ze nog steeds geen uitspraken doen over de uitgesloten *items* in de toelichtingen.

Hoewel sommige managers na invoering van de *Regulation G* minder misleidende cijfers rapporteren, blijft het merendeel van de managers opportunistisch gedrag vertonen. De verbeterde wet- en regelgeving heeft niet gezorgd voor grote veranderingen. Managers die in eerste instantie altruïstisch handelen, zullen dit na de invoering blijven doen, terwijl agressieve gebruikers na invoering nog steeds misleidende pro forma winsten publiceren.

Tabel 2: Een samenvatting van het voorgaand onderzoek per paper.

Paper	Conclusie
Bentley, Christensen, Gee & Whipple (2016)	Managers gebruiken deze metriek om investeerders te informeren over interne prestaties, terwijl analisten hen informeren over aandelen van het bedrijf. Managers zijn hierdoor eerder geneigd winstcomponenten mee te nemen in de metriek. Analisten willen de vraag van investeerders tevreden houden, terwijl er kosten zijn voor managers bij gebruik van deze metriek.
Black & Christensen (2009)	Managers gebruiken terugkerende en niet-terugkerende items om het benchmark te behalen. Dit is een vorm van agressieve pro forma rapportage. Als managers normaliter eenmalige kosten uitsluiten en het benchmark niet halen, dan zijn ze altruïstisch gemotiveerd.
Doyle, Jennings & Soliman (2013)	Managers behalen of overtreffen het benchmark, doordat ze inkomsten meenemen en kosten uitsluiten in de berekening. De winsten onder non-GAAP prestatimaatstaf zullen hoger uitvallen in tegenstelling tot de GAAP standaard.
Burgstahler & Eames (2006)	Ondernemingen zorgen ervoor dat de winsten hoger uitvallen, waardoor het benchmark wordt behaald of overtroffen.
Black, Black & Christensen (2014)	Managers zullen de pro forma maatstaf niet misbruiken als ze zijn gefocust op de lange termijn. Indien ze alleen naar de korte termijn kijken, zullen ze eerder agressief gebruik maken van de pro forma maatstaf. Hierdoor zullen ze het benchmark behalen en een bonus ontvangen.
Shiah-Hou & Teng (2016)	Managers blijven na invoering van <i>Regulation G</i> nog steeds misleidende pro forma winsten weergeven. De kosten worden namelijk niet meegenomen in de pro forma winst. Daarnaast handelen managers egoïstisch en uit eigenbelang.
Zhang & Zheng (2011)	Onjuiste waardering vindt plaats bij bedrijven met een lage kwaliteit van de aansluiting. De invoering van <i>Regulation G</i> heeft ervoor gezorgd dat deze bedrijven dit hebben verbeterd.

Black, Christensen, Kiosse & Steffen (2017)	De invoering van <i>Regulation G</i> heeft geleid tot minder uitsluitingen van terugkerende <i>items</i> en managers proberen niet het benchmark te behalen door te manipuleren. Echter worden nog steeds terugkerende bedragen uitgesloten van de pro forma winst.
Cursit, McVay & Whipple (2014)	Gemotiveerde managers zullen investeerders informeren van duurzame winst en zullen eenmalige winsten voornamelijk uitsluiten van de berekening. Managers die handelen uit eigenbelang zullen eenmalige winsten wel in de berekening opnemen, omdat ze het benchmark willen behalen.
Baumker, Biggs, McVay & Pierce (2014)	De invoering van <i>Regulation G</i> heeft gezorgd voor onbedoelde gevolgen voor investeerders. Managers nemen <i>transitory gains</i> op in de pro forma winsten en nemen <i>transitory loss</i> niet op. Dit komt door het opportunistische gedrag van managers, waarbij ze de prestatie van het bedrijf zo gunstig mogelijk willen schetsen.

IV. Conclusie

De invoering van de verbeterde wet- en regelgeving heeft voornamelijk voor voordelen gezorgd bij de financiële verslaggeving. Het gebruik van de pro forma maatstaf is afgenomen bij bedrijven waarvan de kwaliteit van deze metriek laag is. Bedrijven die een hoge kwaliteit pro forma maatstaf hebben, zullen die blijven publiceren en hebben hun toelichtingen verbeterd. De pro forma maatstaf was voorheen niet compleet, inaccuraat en misleidend voor de investeerders. *Regulation G* heeft ervoor gezorgd dat de pro forma maatstaf minder misleidend is en kwalitatief beter is. De openbaring van de cijfers worden op een minder prominenter manier weergegeven. Tevens hebben bedrijven met een sterke corporate governance betere pro forma winsten. Zij openbaren minder misleidende cijfers in tegenstelling tot ondernemingen met zwakke corporate governance. Ondernemingen met een zwakke corporate governance bezitten namelijk over minder externe bestuursleden die beter toezicht houden op managers. Echter handelen managers nog steeds uit eigenbelang. Zij nemen geen kosten in de berekening mee maar wel de winsten. Managers willen namelijk hun benchmark behalen, zodat zij bonussen kunnen ontvangen.

Hoewel de invoering heeft gezorgd voor een verbeterde financiële verslaggeving, blijven managers nog steeds opportunistisch gedrag vertonen. Dit is nadelig voor investeerders, omdat zij hun investeringen baseren op de pro forma berekeningen van de managers. Echter zit er een verschil tussen niet-professionele investeerders en professionele investeerders. Professionele investeerders baseren hun voorspellingen niet alleen op de pro forma maatstaf, maar zullen ook kijken naar *I/B/E/S actual earnings*. Niet-professionele investeerders bezitten minder expertise, waardoor ze sneller worden misleid.

De SEC heeft aangegeven dat na de invoering van de vernieuwde wet- en regelgeving nog steeds sprake is van misleidende cijfers. Dit kwam tevens terug in de voorgaande onderzoeken. Hoewel het heeft gezorgd voor voordelen wat betreft de financiële verslaggeving, speelt het gedrag van managers een grote rol bij de berekening van de pro forma maatstaf. Investeerders zijn sterk afhankelijk van de managers die de pro forma maatstaf gebruiken. Ondanks dat de financiële verslaggeving is verbeterd ten opzichte van voor de invoering, zijn managers nog steeds in staat om misleidende cijfers te openbaren. Niet-professionele investeerders zullen eerder vallen voor de misleidende pro forma cijfers van managers, terwijl professionele investeerders meer alert zijn en hun keuzes niet alleen op de pro forma maatstaf baseren.

V. Aanbevelingen en tekortkomingen

Dit onderzoek bevat een aantal tekortkomingen. Ten eerste is het onderzoek generaliserend, omdat bedrijven van alle sectoren worden meegenomen. Echter kan de weergave van pro forma maatstaf verschillen per sector. In vervolg kan er onderzoek worden gedaan naar misleiding van pro forma maatstaf van zowel voor als na de invoering van de wet- en regelgeving in verschillende sectoren, zodat een vergelijking kan worden gemaakt. Ten tweede wordt er weinig onderzoek gedaan naar de reactie van investeerders. Er wordt namelijk gekeken naar de gevolgen van de invoering, maar er wordt nauwelijks gekeken naar het investeringsgedrag van investeerders en hoe ze erop anticiperen. In een mogelijk vervolgonderzoek kan gekeken worden naar de markt van investeerders, waarbij de aankopen van aandelen na de publicatie van pro forma maatstaf wordt bijgehouden. Hierdoor kan de reactie gemeten worden van onder andere professionele als niet-professionele investeerders. Tot slot kan in vervolgonderzoek worden gekeken naar andere factoren van het gedrag van managers bij het gebruik van pro forma maatstaf.

VI. Referentielijst

- Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- 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.
- Baumker, M., Biggs, P., McVay, S. E., & Pierce, J. (2013). The disclosure of non-GAAP earnings following Regulation G: an analysis of transitory gains. *Accounting Horizons*, 28(1), 77-92.
- Bentley, J. W., Christensen, T. E., Gee, K. H., & Whipple, B. C. (2016). Disentangling managers' and analysts' non-GAAP reporting incentives.
- 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), 285-319.
- 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. (2014). The effects of executive compensation contracts and auditor effort on pro forma reporting decisions.
- 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, 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.
- Böhmer, S., Hoogendoorn, M.N., & Kruit, R. (Eindred.). (2016). *EY Handboek jaarrekening 2016*. Rotterdam: Wolters Kluwer.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 633-652.
- Clarke, D., Sassalos, P., & Schmitt, K. (2003). The SEC's new disclosure requirements for non-GAAP financial information. *Insights; the Corporate & Securities Law Advisor*, 17(4), 2-8.

- Curtis, A. B., McVay, S. E., & Whipple, B. C. (2013). The disclosure of non-GAAP earnings information in the presence of transitory gains. *The Accounting Review*, 89(3), 933-958.
- 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.
- Entwistle, G. M., Feltham, G. D., & Mbagwu, C. (2006). Financial reporting regulation and the reporting of pro forma earnings. *Accounting Horizons*, 20(1), 39-55.
- EY. (2016a). *Technical Line: Spotlight on non-GAAP financial measures*. Geraadpleegd op 13 mei 2017, van ey.com/us/accountinglink
- EY. (2016b). *Technical Line: A closer look at the SEC Staff's scrutiny of non-GAAP financial measures*. Geraadpleegd op 13 mei 2017, van ey.com/us/accountinglink
- FASB. (2014). *For the investor: The use of Non-GAAP metrics*. Geraadpleegd op 8 mei 2017, van <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176164442130>
- Gu, Z., & Chen, T. (2004). Analysts' treatment of nonrecurring items in street earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 38, 129-170.
- 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.
- Heflin, F., & Hsu, C. (2008). The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2), 349-365.
- 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.
- 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.
- 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.
- Marques, A. (2006). SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. *Review of Accounting Studies*, 11(4), 549-574.
- SEC. (2001). *ACTION: Cautionary Advice Regarding the Use of "Pro Forma"*. Geraadpleegd op 26 mei 2017, van <https://www.sec.gov/rules/other/33-8039.htm>

- SEC. (2002a). *SEC Bringst First Pro Forma Financial Reporting Case*. Geraadpleegd op 26 mei 2017, van <https://www.sec.gov/news/headlines/trumphotels.htm>
- SEC. (2002b). *Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures*. Geraadpleegd op 23 mei 2017, van <http://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>
- Shiah-Hou, S. R., & Teng, Y. Y. (2016). The informativeness of non-GAAP earnings after Regulation G?. *Finance Research Letters*, 18, 184-192.
- Smetanka, R. (2012). GAAP or non-GAAP?. *Financial Executive*, 28(9), 13-15.
- Vansteeland, K. (2017). *Facebook verpulvert prognoses*. Geraadpleegd op 22 mei 2017, van <http://www.tijd.be/markten-live/nieuws-aandelen/Facebook-verpulvert-prognoses/9890080>
- Weintraub, A. (2017). *Allergan, Teva claim top spots in GAAP vs.non-GAAP hall of shame: report*. Geraadpleegd op 8 mei 2017, van <http://www.fiercepharma.com/pharma/allergan-teva-claim-top-spots-gaap-vs-non-gaap-hall-shame-report>
- Yi, H. (2012). Has regulation G improved the information quality of non-GAAP earnings disclosures?. *Seoul Journal of Business*, 18(2), 95.
- Zhang, H., & Zheng, L. (2011). The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1), 186-202.