

L'ANALYSE FINANCIÈRE

Gérard CHARREAUX

L'analyse financière consiste à étudier l'information comptable et financière relative à une entreprise, afin d'émettre un diagnostic. L'analyse doit aboutir à un diagnostic, donc conclure quant à la performance de l'entreprise étudiée et permettre d'en comprendre les déterminants; en particulier, si cette performance apparaît médiocre.

Une telle démarche suppose l'existence de normes et une définition préalable de la notion d'*équilibre financier*, qui peut être la suivante: l'équilibre financier est réalisé si les apporteurs de capitaux, actionnaires et créanciers financiers, sont rémunérés à concurrence du risque qu'ils encourent. On en conclut que les deux dimensions fondamentales du diagnostic financier sont la *rentabilité* et le *risque*.

L'utilisation finale d'une analyse financière peut varier; ainsi, selon que cette analyse est faite à la demande d'un banquier, d'un gérant de portefeuille, du dirigeant de l'entreprise étudiée ou de celui d'une entreprise concurrente, les éléments-clés du diagnostic peuvent revêtir une intensité différente et l'analyse peut être plus ou moins approfondie. Cependant, tout diagnostic financier s'articulera finalement autour des deux dimensions précédemment énoncées: la rentabilité et le risque.

1- LA RENTABILITE, LE RISQUE ET LA DEMARCHE DE L'ANALYSE FINANCIERE

Avant de présenter les principaux outils qui constituent l'analyse financière actuelle, il n'est pas inutile de rappeler brièvement les définitions de la rentabilité et du risque.

10- Notion et mesure de la rentabilité

rentabilité analysée est celle des capitaux propres. Selon l'optique comptable, le résultat net est censé exprimer la variation de valeur du patrimoine des actionnaires mesuré comptablement et sur l'exercice comptable. Lorsqu'on retient l'ensemble des capitaux investis par les actionnaires et les créanciers financiers, on aboutit de façon équivalente à la notion d'*actif économique*, qui est la contrepartie de ces capitaux (cf. la représentation du bilan financier); les notions de rentabilité économique et de résultat économique s'apprécient alors à partir de la variation de valeur de l'actif économique.

Figure 1: Le bilan financier

Pour mesurer la rentabilité, il est préalablement nécessaire d'évaluer les capitaux investis. Supposons que nous soyons en présence d'une entreprise cotée et que nous souhaitons mesurer la rentabilité obtenue par un actionnaire au cours du dernier exercice. Posons l'hypothèse, pour simplifier qu'il n'y a eu ni augmentation de capital, ni distribution de dividendes au cours de cet exercice. Dans ce cas, le résultat obtenu se mesure par la variation du cours de l'action, multipliée par le nombre d'actions, c'est à dire de la valeur de marché des fonds propres, pendant l'exercice; le taux de rentabilité s'obtient en rapportant cette variation à la valeur de marché initiale des fonds propres. La méthode d'évaluation ainsi retenue apparaît objective, au sens où la valeur de marché (le prix), résulte de la confrontation d'offres et de demandes multiples, donc d'un consensus entre des opinions diverses et qu'effectivement l'actionnaire aurait pu réaliser son patrimoine à cette valeur. Même si la valeur de marché connaît des fluctuations erratiques, il s'agit de la seule mesure factuelle et toute autre mesure ne constitue qu'une approximation critiquable et contestable.

Encore faut-il disposer d'une théorie permettant d'estimer la valeur de marché d'une entreprise ou plus généralement d'un actif. La seule théorie satisfaisante en ce domaine est la théorie néo-classique qui fonde l'évaluation d'un actif sur sa capacité à sécréter des flux, et sur leur valorisation à un taux qui reflète les attentes des apporteurs de capitaux sur le marché. Selon ce schéma. la valeur de l'actif d'une entreprise est

d'actualisation appliqué par les apporteurs de fonds compte tenu des autres opportunités qui s'offrent à eux; ce taux intègre le risque encouru. Le schéma d'évaluation est donc celui de la valeur actuelle. La valeur économique d'une entreprise peut donc varier en fonction de l'évolution des anticipations des flux économiques futurs et des taux requis par les investisseurs, lesquels évoluent notamment en fonction des opportunités générales de l'économie et de l'inflation. Par suite, il apparaît normal que la valeur actuelle, et donc la valeur de marché d'une entreprise soit volatile.

Même si la pratique courante de l'analyse financière s'appuie sur l'information comptable qui retient schématiquement, comme bases d'évaluation, les *coûts historiques* et les *principes de prudence* et de *continuité d'exploitation*, le raisonnement économique ne doit jamais être perdu de vue. D'ailleurs la comptabilité y fait souvent référence. Ainsi, la règle d'inventaire comptable repose sur la notion de *valeur vénale*, "il s'agit du prix présumé d'un bien qu'accepterait d'en donner un acquéreur éventuel de l'entreprise dans l'état ou le lieu où se trouve ledit bien". Cette notion est très proche de la notion de valeur actuelle économique. Les corrections de valeur appliquées par la comptabilité à partir des coûts historiques ont le plus souvent pour objectif de rapprocher l'évaluation comptable des actifs et du résultat, de l'évaluation économique. Le principe de prudence fait cependant que ce rapprochement n'intervient le plus souvent que lorsque la correction de valeur est défavorable.

1.1. Notion et mesure du risque

La notion de risque est d'appréhension plus complexe. Très généralement, il y a risque s'il y a possibilité d'écart entre la valeur anticipée d'une grandeur et sa valeur réalisée. Ainsi, un actif est dit risqué si la rentabilité qu'il permet d'obtenir peut être différente de la rentabilité anticipée par son détenteur. Le plus souvent, le caractère risqué d'un actif est évalué en mesurant les fluctuations de son taux de rentabilité au moyen d'un indicateur statistique telle que la variance ou l'écart-type; on mesure en fait sa variabilité. Une autre notion de risque, plus proche du sens commun, est également

seuil critique. On évalue ainsi la possibilité d'être déficitaire ou d'être dans l'impossibilité de faire face par exemple, à des remboursements d'emprunts. Cette dernière vision du risque privilègie la prise en compte des cas défavorables, alors qu'une mesure de la variabilité tient également compte des cas favorables et des cas défavorables.

Ces deux acceptions du risque se retrouvent dans les méthodes de diagnostic financier. Ainsi, sous l'influence des résultats de la recherche financière, l'étude du risque peut se faire selon la typologie suivante: *risque d'exploitation*, *risque financier* et *risque de faillite* (ou d'illiquidité). Le risque d'exploitation peut s'appréhender en évaluant la variabilité du résultat économique (ou du taux de rentabilité économique), ou la possibilité qu'il soit négatif. Le risque financier s'analyse en étudiant la variabilité du résultat net (ou du taux de rentabilité des capitaux propres) ou la possibilité qu'il soit négatif. Enfin, l'étude du risque de faillite consiste en l'analyse de la capacité de remboursement des dettes financières.

Le fondement de cette typologie réside dans la décomposition qui peut être faite des attentes d'un apporteur de fonds propres en matière de rentabilité. On constate sur les marchés financiers que le risque est rémunéré; plus l'investissement est risqué, plus il rapporte en moyenne. La valeur des fonds propres d'un actionnaire varie en fonction des trois types de risque précédemment identifiés. En conséquence, le taux de rentabilité requis par un actionnaire peut être présenté de la façon suivante:

$$\begin{aligned} \text{Taux de rentabilité} &= \text{Taux de rentabilité} + \text{Prime de risque} \\ \text{des capitaux propres} & \text{ sans risque} \qquad \qquad \qquad \text{d'exploitation} \\ & \qquad \qquad \qquad + \text{Prime de risque} \qquad \qquad \qquad + \text{Prime de risque} \\ & \qquad \qquad \qquad \text{financier} \qquad \qquad \qquad \text{de faillite} \end{aligned}$$

Un créancier financier considèrera quant à lui, le risque de faillite, c'est à dire la possibilité de ne pas être remboursé et en tiendra compte pour établir le taux de son prêt.

Quoique les développements précédents insistent sur l'arbitrage entre risque et rentabilité, la démarche d'analyse financière s'articule sur la séparation "étude de la rentabilité, étude du risque". Ces deux dimensions cependant, ne doivent pas être jugées de façon indépendante; à terme, pour qu'une entreprise soit viable, le risque doit être rémunéré de façon satisfaisante sous peine de ne plus trouver d'apporteurs de capitaux.

Figure 2: La démarche du diagnostic financier (1)

2- LE DIAGNOSTIC DE LA RENTABILITE

L'objectif premier d'une entreprise est d'enrichir ses actionnaires. Comme le disait récemment Antoine RIBOUD¹, PDG de BSN "Ne jamais oublier ceux qui possèdent l'entreprise, les associer à ses performances, il ne peut y avoir d'autre volonté pour BSN." Tous les autres objectifs, tels que par exemple, la maximisation de la croissance de l'activité ne sont en fait que des objectifs secondaires, qui doivent à terme être subordonnés à l'objectif de recherche de rentabilité. L'exemple de Renault est là pour le démontrer. Quant à l'objectif de remboursement des créanciers, il s'agit en fait d'une contrainte. En conséquence, l'aspect qui doit primer dans le diagnostic financier est celui de la rentabilité, dont l'aboutissement est l'étude de la rentabilité pour les actionnaires.

2.1. L'analyse de la rentabilité des capitaux propres

L'analyse de la rentabilité des capitaux propres soulève différents types de problèmes: en premier lieu, le choix de la mesure de la rentabilité et en second lieu, l'invention d'une norme à considérer. Enfin, il est important de pouvoir s'appuyer sur un schéma qui permette d'aller plus loin dans l'étude de la formation de la rentabilité; ce schéma s'appuie sur la relation de l'*effet de levier financier*.

2.1.1. Mesure du taux de rentabilité des capitaux propres et norme de diagnostic

Les difficultés liées à la mesure de la rentabilité des capitaux propres, qui trouvent leur origine dans les divergences entre l'évaluation comptable et l'évaluation par le marché ont déjà été évoquées. Dans le cas d'une société cotée, où on peut pratiquer aisément, les deux types d'évaluation, il est toujours intéressant de s'interroger sur les causes des divergences. Une de ces causes réside dans l'absence quasi-totale de prise en compte par la comptabilité de la valeur de certains actifs "incorporels" tels que le capital humain ou le capital organisationnel, alors que le marché retient implicitement ces éléments lorsqu'il évalue les sociétés.

En supposant que le problème complexe de mesure de la rentabilité ait été résolu et qu'on puisse accepter la mesure comptable, à quelle norme peut-on comparer cette dernière pour savoir si la rentabilité des fonds propres offerte par la société est satisfaisante? La recherche en théorie financière apporte une réponse grâce au MEDAF (le modèle d'équilibre des actifs financiers (2)) dont la relation fondamentale est:

$$R_i = R_F + \beta_i [R_M - R_F]$$

avec R_i le taux requis sur ses fonds propres par un actionnaire de la société i

R_F le taux de l'actif sans risque, qui peut être évalué de façon approximative par le taux des obligations d'Etat

R_M le taux de rentabilité du marché, que l'on peut mesurer à partir de l'indice des actions

β_i le coefficient de volatilité mesuré par le rapport $Cov(R_i, R_M)/Var(R_M)$, censé représenter le risque en l'appréhendant par la covariabilité entre le taux de rentabilité de l'action i et celle de l'indice de marché. Un coefficient β_i de 1,5 signifie que si le taux de rentabilité du marché varie de 1%, le taux de rentabilité requis sur l'action i , variera de 1,5%.

Autrement dit, cette relation signifie que sur le marché financier, le taux requis par un actionnaire est égal au taux de l'actif sans risque, augmenté d'une prime de risque qui dépend d'une part, du coefficient de volatilité et d'autre part, de la prime de risque du marché, c'est à dire de l'écart entre le taux de rentabilité du marché et le taux de l'actif sans risque

Pour une société cotée, la mesure de ces différents paramètres est aisée. *A contrario*, pour une entreprise non cotée, il est nécessaire de recourir à des approximations ou à des analogies. Ainsi, en acceptant la logique de cette relation, il apparaît qu'en aucun cas la rentabilité offerte aux actionnaires ne peut être inférieure au taux de l'actif sans risque, et en simplifiant, pour une même société, le taux de rentabilité des fonds propres ne doit pas être inférieur au coût avant impôt des dettes financières. En effet, un actionnaire compte tenu du risque supérieur qu'il encourt par rapport à un créancier financier quel qu'il soit, doit pouvoir obtenir une rémunération plus élevée que le taux exigé par le prêteur. L'estimation de la prime de risque est plus délicate; on peut raisonner par rapport à des sociétés du même secteur ou plus grossièrement, on peut appliquer la prime moyenne demandée par le marché financier. Le plus souvent la valeur obtenue sera une valeur minimale, car il faudrait en outre ajouter une prime d'illiquidité, justifiée par l'absence de marché organisé.

Une fois cette norme obtenue, la comparaison peut être effectuée avec la mesure pratiquée. Précisons cependant que la relation du MEDAF suppose une mesure faite à partir des valeurs de marché. Le recours à la mesure comptable implique donc des biais importants et toute conclusion doit être tirée prudemment.

2.1.2. Le schéma explicatif constitué par la relation de l'effet de levier financier

La relation de l'effet de levier financier permet de comprendre le lien qui existe entre le taux de rentabilité des capitaux propres, le taux de rentabilité économique et l'endettement. On démontre à partir de la mesure comptable de la rentabilité, la relation suivante:

$$K_C = K_A + (K_A - K_D) \cdot D/CP$$

K_C représente le taux de rentabilité des capitaux propres

K_A le taux de rentabilité économique

K_D le coût de la dette financière

D le montant de la dette financière (évaluée comptablement)

CP le montant des fonds propres (évalués comptablement)

Tous ces taux sont mesurés après prise en compte de l'incidence de l'impôt sur les bénéfices; les dettes financières comprennent l'ensemble des dettes financières quelle que soit leur échéance.

Cette relation permet de comprendre l'incidence de l'endettement sur le taux de rentabilité des capitaux propres. Supposons par exemple, qu'une entreprise ne soit pas endettée; dans ce cas, le taux de rentabilité des capitaux propres est de toute évidence, égal au taux de rentabilité économique. Le supplément de richesse revient intégralement aux actionnaires. En cas d'endettement et si le taux de rentabilité économique K_A est supérieur au coût de la dette; il se produit un effet de levier positif sur la rentabilité des capitaux propres, d'autant plus important que le ratio d'endettement est élevé. Le taux de rentabilité des capitaux propres est alors supérieur au taux de rentabilité économique; la différence entre les deux taux permet de mesurer l'effet de levier financier. On remarquera que si le taux de rentabilité économique se révèle inférieur au coût de la dette l'effet de levier joue négativement. Bien entendu, les entreprises qui ont recours à l'endettement supposent qu'elles obtiendront une bonne rentabilité économique et que l'effet de levier jouera positivement. En contrepartie, il y a cependant un risque pour les actionnaires; l'effet de levier amplifie la variabilité du taux de rentabilité des capitaux propres, c'est à dire le risque financier et cet effet est d'autant plus prononcé que le recours à l'endettement s'accroît. La loi économique qui veut qu'il n'y ait pas de rentabilité supplémentaire sans risque supplémentaire continue de s'appliquer. La stratégie du levier financier apparaît être une stratégie risquée.

La relation de l'effet de levier financier permet de dégager deux variables fondamentales, la rentabilité économique et le recours à l'endettement, pour analyser le niveau et l'évolution du taux de rentabilité des capitaux propres. Parmi ces deux

analyse spécifique. Avant de répartir la richesse créée entre les actionnaires et les créanciers financiers, il faut d'abord étudier comment cette richesse a été secrétée par l'actif économique. La variable d'endettement apparaît alors comme une variable d'ajustement; son rôle peut d'ailleurs être précisé en scindant l'*effet taux*, lié au coût de la dette et l'*effet ratio d'endettement*.

2.2. L'analyse de la formation de la rentabilité économique

2.2.1. La relation de décomposition

Pour analyser la formation de la rentabilité économique, il est fréquent d'avoir recours à la relation de décomposition suivante:

$$\frac{\text{Résultat économique}}{\text{Actif économique}} = \frac{\text{Résultat économique}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif économique}}$$

Taux de rentabilité économique Taux de marge économique Taux de rotation de l'actif économique

Cette relation permet d'analyser le taux de rentabilité économique à partir de deux variables, le *taux de marge économique* et le *taux de rotation de l'actif économique*. Une bonne rentabilité peut être obtenue, soit à partir d'un taux de marge élevé et d'un taux de rotation faible (c'est le cas le plus fréquent dans l'industrie), soit à partir d'un taux de marge faible et d'un taux de rotation élevé (c'est le cas le plus fréquent dans le négoce). Précisons qu'à court terme, il y a nécessairement compensation entre les deux variables, sinon certaines activités domineraient systématiquement (en tenant compte des ajustements pour le risque) et seraient seules choisies par les investisseurs; à long terme en cas de déséquilibre, il y a disparition des activités dominées.

Ce schéma conduit au plan d'analyse suivant: étude du taux de marge, étude du

2.2.2. L'étude du taux de marge économique: la formation du résultat économique et le tableau des soldes intermédiaires de gestion

La mesure du taux de marge économique précédemment proposée retient comme indicateur d'activité le chiffre d'affaires; il convient de retenir pour les activités productrices un indicateur plus représentatif, fondé sur la notion de production.

L'étude de la formation du résultat économique peut s'appuyer sur le tableau des soldes intermédiaires de gestion (TSIG) proposé par le PCG 1982, après avoir opéré certains redressements de façon à neutraliser l'incidence d'opérations telles que le recours au crédit-bail ou à la sous-traitance.

Figure 3: Le TSIG du PCG 1982

L'analyse porte alors successivement sur les différents soldes: marge commerciale, valeur ajoutée, excédent brut d'exploitation (EBE), et résultat d'exploitation. Il faut également analyser la marge sur coût d'achat global. Chaque solde doit être étudié en termes absolus et relatifs, et en tenant compte de l'évolution des prix et de la nature de l'activité de l'entreprise. Ainsi une société qui développe de nouveaux produits, ou qui modifie son activité en s'orientant davantage vers le négoce, verra sa valeur ajoutée évoluer sensiblement. A chaque stade, il faut identifier les facteurs économiques qui déterminent l'évolution des différents soldes. Ainsi le coût et l'évolution de la main d'oeuvre sont le plus souvent essentiels pour comprendre l'évolution de l'EBE. De façon plus générale, il apparaît souvent indispensable de procéder à une analyse stratégique de l'entreprise et à un diagnostic plus global, avant d'aborder l'analyse financière. Hors cette information économique, cette dernière reste le plus souvent très superficielle.

Précisons qu'en aucun cas, l'analyse du résultat économique ne doit s'arrêter à l'EBE. Ce solde ne constitue pas le véritable résultat économique puisqu'il est évalué

des dotations aux amortissements. Certes, il s'agit d'un indicateur intéressant car sa mesure est souvent plus significative que celle du résultat économique, dont l'évaluation dépend fortement des choix faits en matière fiscale et comptable, pour déterminer les dotations aux amortissements et provisions. Cependant, l'EBE n'est qu'un résultat économique incomplet, et il est préférable de redresser le résultat d'exploitation, plutôt que d'utiliser l'EBE pour évaluer la rentabilité économique.

3 - LE DIAGNOSTIC DU RISQUE

L'étude du risque forme l'autre volet du dyptique que constitue le diagnostic financier. En reprenant la typologie initiale, on présentera successivement, les diagnostics du risque d'exploitation et du risque financier, puis celui du risque de faillite. Le diagnostic du risque de faillite occupe une place prépondérante. Cette prédominance s'explique par deux raisons principales: d'une part, le rôle prééminent qu'a joué la profession bancaire dans la construction des méthodes d'analyse financière, dans une économie contrôlée où pendant très longtemps le financement par endettement a bénéficié d'un régime de faveur, tant du point de vue fiscal, que de la politique des taux; d'autre part, jusqu'à un passé très récent, le faible rôle de la bourse et l'absence quasi-complète de recours aux augmentations de capital.

3.1. Le diagnostic du risque d'exploitation et du risque financier

Les méthodes de diagnostic de ces deux types de risque sont encore peu nombreuses et peu évoluées. Fondamentalement, elles cherchent soit à apprécier la variabilité ou la sensibilité du résultat économique (risque d'exploitation), ou du résultat net (risque financier) par rapport au niveau d'activité, soit encore, à évaluer, la position par rapport à un point-mort qui est mesuré en intégrant ou non les frais financiers dans les frais fixes selon le type de risque (exploitation ou financier) à analyser.

La démarche la plus immédiate pour appréhender le risque d'exploitation consiste à mesurer la variabilité du résultat économique, ou celle du taux de rentabilité économique. Il suffit alors de calculer un indicateur tel que la variance ou l'écart-type. Cependant, une telle mesure est souvent peu significative, lorsqu'on ne dispose pas de nombreuses observations; en outre, en cas de modification d'activité, il est très dangereux de vouloir inférer du comportement passé de la rentabilité économique, un pronostic sur son comportement actuel ou futur.

Un outil *a priori* plus fruste, mais simple à mettre en oeuvre, réside dans le recours à l'analyse du levier d'exploitation dont le principe est d'évaluer la sensibilité du résultat économique à une variation du niveau d'activité. La mise en oeuvre de cette méthode suppose la répartition préalable des charges, entre charges variables et charges fixes, toujours très difficile à établir précisément, notamment pour un analyste externe. Plus le montant des charges fixes est élevé, plus le résultat est sensible à une variation du niveau d'activité, toutes choses égales par ailleurs. En outre, la sensibilité du résultat apparaît d'autant plus accentuée que l'entreprise se situe près de son seuil de rentabilité.

La position par rapport au seuil de rentabilité économique représente également un critère simple d'appréciation du risque d'exploitation. Toutefois, une position par exemple de 10% supérieure au point mort, peut entraîner des conclusions très différentes, selon le caractère plus ou moins fluctuant de l'activité. Pour une activité stable, il s'agira d'une position relativement confortable; inversement, dans un secteur dont l'activité connaît de fortes variations, il s'agira d'une position précaire. Aucune norme connue n'existant dans ce domaine, toute conclusion doit être nuancée.

En dehors de ces indicateurs primaires, une analyse sérieuse du risque d'exploitation ne peut être fondée que sur une analyse stratégique de l'activité de l'entreprise, qui seule peut permettre d'appréhender les variations de l'activité et l'évolution de la structure des coûts.

Les méthodes préconisées pour diagnostiquer le risque d'exploitation peuvent également être appliquées pour étudier le risque financier. Il suffit de substituer au résultat économique, le résultat net, ou plutôt de préférence, le résultat courant afin de neutraliser l'incidence des éléments exceptionnels. Dans l'analyse des charges, les charges fixes se trouvent alors augmentées des frais financiers, même si le caractère de fixité de ces derniers peut être contesté.

3.2. Le diagnostic du risque de faillite

L'étude du risque de faillite, donc de la capacité d'une entreprise à rembourser ses dettes financières a donné lieu à l'élaboration de multiples méthodes et est à l'origine même de l'analyse financière. On peut séparer un peu arbitrairement deux grands types de méthodes, les méthodes fondées sur l'étude du bilan qu'on peut qualifier de *statiques* et les méthodes qui s'appuient sur les tableaux de flux, fréquemment dénommées, méthodes *dynamiques*. Quoique l'évolution récente de l'analyse financière ait eu tendance à privilégier les méthodes dynamiques fondées sur les flux, il s'avère en fait que ces deux grandes catégories de méthodes sont complémentaires et que l'importance accordée actuellement aux méthodes fondées sur les flux est excessive.

3.2.1. Les méthodes statiques de diagnostic du risque de faillite

Les méthodes statiques s'appuient sur l'étude du bilan. On distingue *l'approche patrimoniale* et *l'approche fonctionnelle*.

3.2.1.1. L'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale s'appuie sur une conception du bilan qui repose sur les notions de valeur et d'exigibilité et de liquidité. Le bilan est l'inventaire des actifs et des passifs. Il est dressé dans le but d'évaluer l'entreprise et le patrimoine des actionnaires.

Il s'agit de la conception traditionnelle du bilan qui a prévalu en comptabilité jusqu'en 1982 et l'instauration du nouveau plan comptable.

Figure 4: Le bilan patrimonial type PCG 1957

Le classement de l'actif s'opère en fonction du critère de liquidité et celui du passif en fonction du critère d'exigibilité. Le critère de liquidité permet d'apprécier la facilité de transformation d'un actif en monnaie. Traditionnellement et de façon arbitraire, on oppose les actifs dont le délai de réalisation est supposé être supérieur à un an, qui sont dénommés *actifs immobilisés* et les actifs liquidables à moins d'un an, appelés *actifs circulants*. La classification du passif se fait en fonction du critère d'exigibilité. On distingue ainsi les capitaux propres non-exigibles, les dettes exigibles à plus d'un an et les dettes exigibles à moins d'un an.

La comparaison des actifs circulants (liquidables à court terme) et des dettes à court terme permet de construire un indicateur de risque de faillite: *le fonds de roulement patrimonial*. Une entreprise est censée être viable si les actifs circulants couvrent les dettes à court terme, autrement dit, si le FDR patrimonial, égal à la différence entre ces deux grandeurs est positif; il s'agit de la représentation bien connue du fonds de roulement comme matelas de liquidités. D'autres indicateurs, les ratios de liquidité s'inspirent de la même idée; on rapproche certaines catégories d'actifs à court terme des dettes à court terme pour appréhender le risque.

Le diagnostic du risque de faillite dans l'optique patrimoniale fait également appel à deux autres critères: la *solvabilité* et l'importance relative de l'endettement. La solvabilité correspond à la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes en liquidant ses actifs. Elle peut être mesurée grossièrement en rapportant les capitaux propres qui constituent la surface financière, à l'ensemble des dettes, ou à l'ensemble du passif. Quant à l'importance de l'endettement, il peut être appréhendé par le ratio "Capitaux propres/ Dettes à plus d'un an"; traditionnellement, on retient le seuil critique de un, qui est exigé par certains établissements financiers pour octroyer des prêts.

Dans l'ensemble, l'approche patrimoniale reste très primaire, même si les idées fondamentales sur lesquelles elle repose conservent leur pertinence. Les seuils de liquidité et d'exigibilité notamment sont très grossiers. Toutefois cette approche ne doit pas être abandonnée. Des notions telles que la solvabilité demeurent essentielles dans une optique d'appréciation du risque de faillite; la valeur des actifs reste la première garantie des créanciers.

3.2.1.2. L'approche fonctionnelle

L'émergence de la conception fonctionnelle en analyse financière constitue une véritable révolution dans le raisonnement financier, dont les conséquences sont souvent sous-estimées. Si l'approche patrimoniale se soucie principalement de l'évaluation des actifs et des passifs, l'approche fonctionnelle s'écarte totalement de cette préoccupation pour tenter de modéliser le fonctionnement de l'entreprise. Il s'agit en fait, à partir d'une approche "flux-stock" traditionnelle en physique ou en macroéconomie, de rendre compte de l'évolution financière de l'entreprise. Les bilans fonctionnels sont donc normalement à étudier en liaison avec les tableaux de flux qu'il permettent de construire. Ils ne constituent pas des inventaires d'actifs et de passifs, mais au contraire de *stocks d'emplois* et de *stocks de ressources*. L'attention est portée sur la réalisation de l'équilibre emplois-ressources, afin d'analyser la politique de financement et d'en tirer des conclusions quant à la viabilité de l'entreprise. Deux grandes conceptions du bilan fonctionnel s'affrontent: le bilan fonctionnel horizontal et le bilan fonctionnel pool de fonds.

3.2.1.2.1. Le bilan fonctionnel horizontal

La représentation du bilan fonctionnel s'appuie sur les notions de cycles et de stabilité des ressources et des emplois. La notion principale est celle de *cycle d'exploitation*, qui peut s'apprécier par la durée nécessaire à l'accomplissement des

L'accomplissement de ce cycle entraîne dans la plupart des entreprises un besoin de financement, dénommé "*besoin de financement du cycle d'exploitation*" ou plus couramment "*besoin en fonds de roulement d'exploitation*" (BFDR d'exploitation).

$$\text{BFDR d'exploitation} = \text{Stocks} + \text{créances d'exploitation} \\ - \text{dettes d'exploitation}$$

Ce besoin qui croît avec le niveau d'activité, a connu un gonflement important dans les années de forte croissance et de forte inflation; il est devenu le noyau du raisonnement financier dans l'optique fonctionnelle et la base de la modélisation financière. Conjointement avec les immobilisations brutes, il constitue les emplois stables qu'il faut couvrir par des ressources dites stables afin d'éliminer le risque de faillite. Les ressources sont supposées stables s'il s'agit de ressources propres ou d'emprunt et de crédits à long ou à moyen terme. La notion de stabilité apparaît différente de celle d'exigibilité; ainsi, la partie remboursable à moins d'un an d'un emprunt à moyen terme, donc exigible à court terme, sera considérée stable, car originellement le financement ainsi contracté est de nature stable. Inversement un concours bancaire, même s'il est renouvelé systématiquement, est réputé instable.

Ces différentes notions permettent de représenter le bilan fonctionnel horizontal. Les emplois stables sont composés des immobilisations brutes et du BFDR d'exploitation et les ressources stables des fonds propres externes et internes, ainsi que des dettes financières stables. Les immobilisations brutes, qui ne sont pas rattachées au cycle d'exploitation sont dites emplois acycliques stables; de façon symétrique, les ressources stables sont dites acycliques. La différence entre ressources acycliques stables et emplois acycliques stables constitue *le fonds de roulement fonctionnel*, ou plus explicitement, le financement stable du BFDR d'exploitation, terme qui s'accorde mieux à l'idée fondamentale du raisonnement fonctionnel. Le terme de bilan fonctionnel horizontal est lié au *principe d'affectation des ressources stables au financement des*

Figure 5: Le bilan fonctionnel horizontal

L'écart qui peut exister entre le FDR fonctionnel et le BFDR d'exploitation représente la *trésorerie*; celle-ci peut également être mesurée par différence entre les disponibilités et les titres de placements d'une part, et les concours bancaires d'autre part. Une trésorerie négative signifie que le FDR fonctionnel ne couvre pas le BFDR et donc que les concours bancaires sont supérieurs aux disponibilités. Dans ce cas le principe d'équilibre sous-jacent au raisonnement fonctionnel est enfreint et le risque de faillite est réputé élevé.

Les critiques que l'on peut adresser à l'approche fonctionnelle et à la représentation du bilan qui lui est associée sont multiples. Premièrement, cette approche est fondée sur la notion de cycle, laquelle empruntée à la biologie, s'applique par analogie au domaine financier et se révèle très critiquable. La durée de vie d'un investissement est déterminée plus par des considérations économiques que par des considérations techniques. Deuxièmement, le cycle d'exploitation et le BFDR d'exploitation occupent une place centrale dans cette conception; or, dans certaines activités, le BFDR d'exploitation est difficile à identifier ou occupe une place mineure. Troisièmement, l'évolution des structures financières fait qu'actuellement dans la plupart des cas, les trésoreries sont négatives; selon la norme fonctionnelle, il y aurait déséquilibre et donc un risque de faillite important, ce qui est contredit par la réalité. La plupart des entreprises sont viables en présentant une trésorerie négative de façon systématique. Divers aménagements de la règle d'équilibre ont été proposés tendant à fixer un seuil critique pour le montant des concours bancaires ou de la trésorerie. Ainsi, par exemple, certaines banques exigent que les concours bancaires ne dépassent pas deux mois de chiffre d'affaires. Ce type de norme est de toute évidence, trop générale pour ne pas être arbitraire. Quatrièmement, la trésorerie apparaît définie de façon résiduelle par différence entre le FDR fonctionnel et le BFDR; elle n'a pas de rôle autonome et sa fonction essentielle pour assurer la flexibilité est ainsi ignorée. Enfin et

occulte totalement les politiques de gestion de la dette en fonction de l'évolution des taux d'intérêt.

3.2.1.2.2. Le bilan fonctionnel "Pool de fonds"

La conception alternative du bilan fonctionnel écarte le principe d'affectation des ressources stables au financement des emplois stables, d'où son nom d'approche "*pool de fonds*". Elle a été proposée par LEVASSEUR(3), d'une part, pour répondre à la plupart des critiques portées à la conception fonctionnelle horizontale et d'autre part, pour correspondre au cadre de raisonnement rentabilité-risque issue de la recherche financière.

Figure 6: le bilan fonctionnel pool de fonds

L'interprétation de ce type de bilan ne peut se faire que de façon contingente en fonction de la stratégie de développement adoptée par l'entreprise et des arbitrages rentabilité-risque. L'utilisation de ce type de bilan dans le diagnostic financier dépasse la seule étude du risque de faillite, même s'il est possible de construire certains ratios pertinents pour évaluer ce dernier.

3.2.2. Les méthodes dynamiques de diagnostic du risque de faillite

Les méthodes dynamiques de diagnostic du risque de faillite regroupent les méthodes d'analyse par les flux. Il faut cependant clairement distinguer les méthodes qui ont recours aux *flux de fonds*, de celles qui s'appuient sur les *flux de trésorerie*. La définition du flux de trésorerie est immédiate; il s'agit soit des liquidités encaissées, soit des liquidités décaissées au cours d'une période. La notion de flux de fonds est plus artificielle. A partir du bilan fonctionnel, un flux de fonds peut être défini comme une variation soit d'un stock d'emplois, soit d'un stock de ressources. Par rapport aux flux de

mesure où ils conduisent à terme à un flux de trésorerie effectif. L'exemple le plus connu de flux de fonds est l'autofinancement, qui correspond à la variation des stocks de ressources propres internes. L'EBE constitue également un flux de fonds; on obtient le flux de trésorerie correspondant, c'est à dire l'ETE (excédent de trésorerie d'exploitation) en corrigeant l'EBE de la variation du BFDR d'exploitation.

$$\text{ETE} = \text{EBE} - \text{Variation du BFDR d'exploitation}$$

L'ETE représente le flux de trésorerie secrété par le cycle d'exploitation. Il constitue un indicateur de plus en plus utilisé pour diagnostiquer le risque de faillite.

3.2.2.1. Les tableaux de flux de fonds

A partir des variations des postes du bilan fonctionnel, il est possible d'évaluer les différents flux de fonds; l'objectif étant de construire un tableau qui permette de diagnostiquer la politique financière suivie et plus spécifiquement le risque de faillite. Le contenu final du tableau dépend de l'orientation que l'on souhaite donner à l'analyse. Plusieurs formes de tableaux de financement coexistent et ni leur contenu, ni leur forme ne sont neutres quant au résultat de l'analyse finale. Hors toute prétention d'exhaustivité, nous porterons principalement notre attention sur deux types de tableaux qui correspondent aux deux formes du bilan fonctionnel, le tableau de financement du type horizontal, et le tableau de financement du type pool de fonds. Enfin nous évoquerons succinctement un tableau qui résulte d'une démarche très hétérodoxe, le tableau pluriannuel des flux (TPFF) proposé par de MURARD(4).

3.2.2.1.1. Tableau de financement et conception fonctionnelle horizontale

Le tableau de financement associé au bilan fonctionnel horizontal en reprend la logique: il est structuré en fonction de la variation du FDR fonctionnel, du BFDR

d'exploitation et de la trésorerie. A quelques détails près, il a été repris par le plan comptable 1982 comme modèle de référence.

Figure 7: Le tableau de financement horizontal

Le principal apport du tableau de financement par rapport à la simple comparaison des bilans fonctionnels est qu'il permet d'analyser avec précision les différents mouvements qui ont fait évoluer les grandes masses du bilan; en particulier, il permet une analyse précise de l'évolution du FDR fonctionnel en mettant en évidence parmi les flux d'emplois, les investissements, les distributions de dividendes, les remboursements d'emprunt, et parmi les flux de ressources, la capacité d'autofinancement, les cessions, les augmentations de capital et les nouveaux emprunts. Il conduit ainsi à une analyse plus fine de la politique d'investissement et de financement et permet à partir des différents flux, de diagnostiquer plus précisément la capacité de remboursement. Ainsi, le rapprochement de la capacité d'autofinancement et des flux de remboursement, ou encore des dettes financières constitue un indicateur du risque de faillite. Les principales critiques qu'on peut adresser à cette présentation reprennent celles qui ont été adressées à la présentation correspondante du bilan. Une critique spécifique porte sur l'emploi de la capacité d'autofinancement qui ne permet pas de distinguer les flux par type de cycle, puisqu'elle résulte simultanément, d'opérations d'exploitation et de financement.

3.2.2.1.2. Tableau de financement et conception fonctionnelle pool de fonds

Ce tableau s'inspire de la même philosophie que le bilan fonctionnel pool de fonds. Il permet notamment une analyse précise des différents flux par type de cycle (investissement, exploitation, financement) et est fondé sur les mouvements associés au portefeuille d'actifs et au pool de ressources.

Son interprétation apparaît complexe dans la mesure où elle ne peut être pratiquée sans connaissance précise de la stratégie suivie.

Son grand avantage est qu'il s'appuie sur les apports de la théorie financière et peut permettre l'analyse de tous les types d'activité. Le lien de ce type de tableau avec certains résultats fondamentaux de la théorie financière a été démontré sous une forme très proche par PONCET et PORTAIT (5).

En schématisant le flux global F généré par le portefeuille d'actifs peut être évalué de la façon suivante:

$F = \text{EBE} + \text{Produits financiers} - \text{IS théorique (évalué pour un endettement nul)} - \text{Flux d'investissement et de désinvestissement (y compris la variation du BFDR)}$

Les flux associés au pool de ressources sont:

- pour les actionnaires (flux sur ressources propres):

Flux associés aux actionnaires = Dividendes - Variations réelles du capital

- pour les créanciers financiers (flux sur ressources d'endettement hors économies d'impôt sur frais financiers):

Flux associés aux créanciers = Frais financiers - Variation de l'endettement

Il y a égalité entre les flux issus du portefeuille d'actifs et des flux associés au pool de ressources; en tenant compte de l'économie d'impôt sur frais financiers; on en déduit que:

$F + \text{Economies d'impôt sur frais financiers} = \text{Flux actionnaires} + \text{Flux créanciers}$

En actualisant ces flux aux taux appropriés, on obtient un résultat important; la valeur d'une entreprise peut être évaluée indifféremment à partir des flux sur portefeuille d'actifs et de l'économie d'impôt sur frais financiers, ou en ajoutant les valeurs actuelles des flux associés aux actionnaires et aux créanciers. Il n'y aura accroissement de valeur que si la valeur actuelle des flux réels actualisés au coût du capital est positive à terme. Un tel résultat suppose que l'EBE après IS théorique

dividendes et des frais financiers versés soit supérieure à celle des augmentations de capital, de la variation de la dette financière et de l'économie d'impôt sur frais financiers. Ces résultats peuvent être utilisés pour établir le diagnostic d'une entreprise.

3.2.2.1.3. L'hétérodoxie: le tableau pluriannuel des flux

Dans un article qui expose les fondements théoriques du tableau qu'il propose, de MURARD (4) écrit " L'article qui suit conduit à une remise en cause de la conception de l'économie la plus couramment admise dans les milieux financiers et boursiers." Il nie notamment la couverture du risque d'entreprise par le profit, pourtant constatée sur tous les marchés financiers mondiaux. En outre, il se rallie à la conception de la valeur coût rejetée depuis plus d'un siècle par la grande majorité des économistes. Compte tenu de ces prémisses, on peut être surpris qu'un tel tableau ait été diffusé pour analyser les comptes des sociétés dans une économie libérale. Peut-être faut-il chercher dans l'adoption de ce document sous une forme proche par la centrale des bilans de la Banque de France, une raison de son "succès". Encore faut-il souligner que le nouveau dossier d'analyse proposé par la centrale des bilans de la Banque de France(6) ne comporte plus ce tableau et qu'un document beaucoup plus neutre y a été substitué.

Figure 9: le TPF de de MURARD

La principale articulation de ce tableau est constituée par l'EBE. Trois catégories d'opérations auxquelles sont associés trois soldes sont distinguées. Le solde d'exploitation ou solde économique, le solde financier et enfin le solde courant. Cette typologie conduit son auteur à énoncer une définition très particulière de l'équilibre financier et à préconiser une norme de croissance. La croissance est dite équilibrée si le solde courant est proche de zéro, si le solde d'exploitation est légèrement positif et si de façon corollaire, le solde financier est légèrement négatif ceci sur moyenne période (quatre à cinq ans).

La règle déterminante qui fixe l'ensemble de la politique financière, s'avère être celle selon laquelle le solde d'exploitation doit être légèrement positif. Autrement dit, le rythme de croissance est conditionné par le niveau de l'EBE qui représente une limite maximale pour fixer l'investissement. A l'évidence, une telle règle peut aussi bien conduire à investir dans des projets non rentables qu'à renoncer à des projets rentables. Il est donc préférable d'éviter d'utiliser un tel tableau. Ses défenseurs prétendent qu'il serait particulièrement pertinent pour les PME. On peut se demander en quoi les PME échappent à la logique financière commune et à l'exigence de rentabilité; par ailleurs certaines études de la Banque de France(7) ont montré que les PME avaient un comportement qui s'opposait aux conclusions du TPF.

3.2.2.2. Les méthodes d'analyse dynamique fondées sur les flux de trésorerie

Le recours aux flux de trésorerie plutôt qu'aux flux de fonds s'explique car ils constituent des indicateurs plus sensibles et plus significatifs. Un inconvénient majeur de la capacité d'autofinancement pour juger de la capacité de remboursement, se situe dans son caractère de flux de trésorerie potentiel. Le plus souvent une partie substantielle de l'autofinancement est absorbée dans le financement du BFDR d'exploitation et la partie réellement disponible est faible. En conséquence, GUILLOU (8) a proposé le modèle FITREX, fondé sur le flux de trésorerie d'exploitation, l'E.T.E. pour apprécier la capacité de remboursement effective; l'ETE est comparé à la charge d'intérêt. De façon plus réaliste, ce modèle peut être aménagé pour prendre en compte d'une part, l'incidence fiscale qui ampute l'E.T.E. et d'autre part, les remboursements d'emprunt qui constituent l'essentiel des fonds à décaisser envers les créanciers financiers.

4. CONCLUSION

L'évolution profonde qu'a connue l'analyse financière au cours de la dernière

et transformé les structures financières des entreprises. Des méthodes d'analyse adéquates dans un contexte de croissance stable deviennent obsolètes dans un environnement marqué par l'instabilité.

L'analyse financière ne peut être pertinente que si ses méthodes lui permettent de prendre en compte les progrès réalisés par la recherche en stratégie et en finance. Elle ne doit surtout pas s'enfermer dans des démarches trop réductrices qui conduisent à ignorer des phénomènes économiques fondamentaux tels que par exemple, les fluctuations des taux d'intérêt et plus généralement les phénomènes de variations de valeur. Le danger des approches de type fonctionnel et plus particulièrement des méthodes fondées sur les flux de fonds est à cet égard important. La modélisation financière qui est ainsi effectuée conduit à une vision extrêmement rigide de la finance. Le diagnostic financier ne peut pas se réduire à l'étude des flux dans une optique de circuit; les aspects patrimoniaux sont pour le moins également importants.

BIBLIOGRAPHIE

- (1) CHARREAUX (G.): "Gestion financière"; LITEC, 1986.
- (2) SHARPE (W.F.): "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk"; Journal of Finance, Mars, 1964.
- (3) LEVASSEUR (M.): "Gestion de trésorerie"; ECONOMICA, 1979.
- (4) De MURARD (G.): "Le tableau pluri-annuel des flux financiers"; Revue Française de Gestion, Janvier-Février 1977.
- (5) PONCET (P.) et PORTAIT (R.): "La théorie financière de la firme et le tableau d'emplois-ressources"; Revue Française de Gestion, Mars-Avril 1978.
- (6) Centrale des bilans de la Banque de France: "Le nouveau dossier d'analyse de la Centrale des bilans de la Banque de France"; Revue Fiduciaire, RF comptable, Juin 1987.
- (7) Centrale des bilans de la Banque de France: "Forces et contraintes des PME",

(8) GUILLOU (J.): "Vers une nouvelle approche financière de l'entreprise";
Analyse Financière, 3ème trimestre 1984.