

ANALYSE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE : ÉVOLUTION ET PANORAMA DES APPROCHES TRADITIONNELLES

Michel HADDAD – Professeur à la FGM
michel.haddad@usj.edu.lb

Joséphine KASS-HANNA – Maître de conférences à la FGM
josephine.kasshanna@usj.edu.lb

RÉSUMÉ

L'évolution historique de l'analyse financière montre que c'est un champ relativement récent dont les principes et les outils sont contingents à l'environnement économique et financier des entreprises, et surtout aux intérêts et préoccupations des acteurs dominants du milieu des entreprises. Pendant longtemps, les banques ont exercé une influence sur les perceptions et les pratiques en matière d'analyse et de diagnostic financier. Leur acharnement à minimiser le risque de crédit a conduit à l'élaboration de méthodes visant à mesurer la liquidité et la solvabilité. Récemment, avec la montée des marchés financiers et du rôle des actionnaires, des démarches centrées sur l'évaluation de la rentabilité et la création de valeur ont été privilégiées. Malgré leur percée, les approches modernes axées sur les apports de la théorie financière n'ont ni supprimé ni minoré la place réservée aux approches traditionnelles basées sur l'analyse de l'information comptable. Ces dernières sont multiples et largement utilisées, d'où l'importance d'en dresser un panorama qui permet d'appréhender leur utilité et leur apport, et d'orienter les praticiens et les chercheurs dans leur choix en matière de techniques et d'outils.

MOTS CLÉS

Analyse financière, entreprise, approche traditionnelle, comptabilité, approche patrimoniale, approche fonctionnelle, théorie financière, évolution.

INTRODUCTION

L'analyse financière consiste en un ensemble de méthodes et d'outils permettant de porter un jugement sur le passé et le devenir d'une entreprise, en vue d'éclairer les décisions des différentes parties prenantes. Celles-ci comprennent notamment les dirigeants de l'entreprise, ses propriétaires, ses prêteurs, ses concurrents, ses salariés, ses clients, l'État, ainsi que les investisseurs qui pourraient envisager l'achat de ses titres. Selon la position de l'utilisateur, il est courant de faire la distinction entre l'analyse interne qui constitue un moyen de contrôle et de pilotage pour les responsables de la gestion, et l'analyse externe réalisée par les partenaires de l'entreprise et qui repose sur une connaissance limitée de ses problèmes. Au-delà de la source et du volume d'informations à disposition des utilisateurs, ces derniers se distinguent par leurs préoccupations et leurs objectifs d'analyse. Pour ne citer que quelques exemples, les prêteurs – et notamment les banquiers – s'intéressent à la minimisation du risque de crédit et cherchent à mesurer la solvabilité et la liquidité de l'entreprise. L'administration fiscale examine le bénéfice imposable. Les investisseurs et les actionnaires sont centrés sur l'accroissement de la valeur et la rentabilité financière. Les gestionnaires de l'entreprise se préoccupent davantage de la productivité des moyens mis en œuvre. Il ne s'agit donc pas, en analyse financière, d'une perspective unique, mais plutôt d'une série de perspectives faisant appel à des approches multiples qui cherchent à répondre aux besoins variés des parties prenantes.

Malgré la diversité des destinataires des travaux d'analyse financière, il existe souvent, selon le cadre spatio-temporel, un acteur dominant dont les objectifs et les méthodes influencent les perceptions et les pratiques courantes. On remarque ainsi, au niveau des pays anglo-saxons, l'influence de l'actionnaire – individuel ou institutionnel – qui se traduit par le rayonnement des approches d'analyse issues des théories financières. Par contre, pour la plupart des pays européens, l'analyse financière porte l'empreinte de la logique bancaire axée sur l'évaluation du risque du créancier, et ce vu le rôle primordial qu'a longtemps joué la banque dans le financement des entreprises. C'est avec le développement des marchés financiers, depuis une trentaine d'années, que l'analyse financière dans ces pays a connu un glissement vers les approches anglo-saxonnes. On observe alors un élargissement de ce champ au-delà du périmètre de la comptabilité, sa discipline mère, pour se rapprocher de la finance et construire même des ponts avec d'autres domaines, comme le diagnostic stratégique.

En France, le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché a marqué un tournant dans l'évolution de l'analyse financière. Des méthodes et des outils nouveaux, inspirés de ceux adoptés en finance de marché, ont ainsi été développés parallèlement à l'évolution de l'environnement des entreprises, de la multiplication des utilisateurs de l'analyse financière et de l'émergence de nouvelles problématiques. Cet article s'intéresse à la France en particulier vu la grande diversité des concepts et des outils utilisés, tels qu'ils figurent dans les différents ouvrages de gestion financière français qui constituent une référence pour l'enseignement et la pratique de l'analyse financière dans un grand nombre de pays francophones, dont le Liban. Si certains manuels français mettent toujours l'accent sur les approches centrées sur la comptabilité, d'autres ne les évoquent que très modestement avant d'approfondir les principes et les instruments issus de la théorie financière.

L'exemple du *Vernimmen* est emblématique, dans la mesure où cet ouvrage de référence, intitulé *Finance d'Entreprise*, s'attache à exposer les apports de la finance moderne et évite d'aborder les approches de l'analyse financière traditionnelle qu'il désigne « analyse financière de nos grands-parents » dans sa cinquième édition parue en 2002. Cette caractérisation, serait-elle la traduction du sentiment de déception qui a régné au tournant du siècle, suite aux scandales des manipulations comptables, mettant en question la fiabilité de l'information comptable ? Ou, de surcroît, c'est l'expression de la ferme conviction des auteurs de l'obsolescence des approches traditionnelles basées sur la comptabilité et donc de la nécessité de les rejeter ? En fait, l'omission de cette expression des éditions suivantes la remet en cause, et révèle la volonté des auteurs de tempérer leur propos. Même si leur ouvrage reste axé sur les logiques d'analyse fondées sur la finance et le raisonnement prospectif en termes de valeur, ils ne dénigrent cependant plus les approches classiques. Ils ne les abordent simplement pas. C'est un choix que ces professeurs et professionnels de la finance ont fait de s'attaquer à la théorie financière de la firme et aux décisions financières des entreprises cotées. En cela, ils se rapprochent de nombreux manuels de gestion financière anglo-saxons qui traitent des problématiques financières des entreprises dans un contexte de marchés financiers, et s'intéressent peu à l'analyse des états financiers qu'ils considèrent comme relevant du domaine de la comptabilité et du contrôle de gestion.

Ainsi, l'engouement pour l'analyse financière « moderne » qui privilégie une démarche d'anticipation et d'actualisation guidée par les principes de la finance moderne ne doit pas faire croire que l'analyse traditionnelle, rétrospective, s'appuyant sur les données comptables est dépassée. Des facteurs économiques et institutionnels renforcent, en fait, sa légitimité, voire sa nécessité. Or, dans un contexte où une grande partie des entreprises n'ont pas accès au marché financier, tel le contexte de la France – et, dans une plus grande mesure, celui du Liban où ceci est le cas de la majorité des entreprises – l'analyse traditionnelle demeure particulièrement importante pour le diagnostic financier des entreprises non cotées. D'autre part, l'intérêt persistant des autorités financières et fiscales pour les méthodes classiques n'est qu'une preuve de la prégnance de ce cadre traditionnel d'analyse. En effet, ces approches sont omniprésentes dans les publications les plus récentes des ouvrages traitant d'analyse et de diagnostic financier, dans les travaux de la Banque de France¹, et dans les concours officiels (inspecteur des finances publiques, etc.).

¹ La BDF réalise des analyses de la situation financières des entreprises, soit à des fins statistiques, soit dans le cadre de sa mission de cotation des entreprises, ou la proposition d'aide à la gestion des entreprises.

L'objectif de cet article est de faire la lumière sur ces approches traditionnelles précisément, après avoir examiné les contextes dans lesquels elles étaient conçues et développées, en vue de mieux appréhender leur utilité et les différences qui les caractérisent. A cet effet, il sera organisé en deux parties. La première propose un regard sur l'évolution de l'environnement économique et financier des entreprises, en France, dans une tentative de retracer les grandes étapes du développement des différentes méthodologies d'analyse et de diagnostic financiers. La seconde passe en revue les principales approches de l'analyse financière dite traditionnelle en discutant les démarches qui en découlent et exposant les principaux instruments mis en jeu.

I. APERÇU HISTORIQUE DE L'ÉVOLUTION DE L'ANALYSE FINANCIÈRE EN FRANCE

Depuis son émergence, en France, à la fin du XIX^e siècle, l'analyse financière n'a pas toujours eu les mêmes préoccupations. De l'appréciation du risque du créancier à l'étude de la rentabilité de l'actionnaire, cette discipline a constamment adapté ses problématiques et ses méthodologies aux intérêts et soucis des acteurs dominants, mais aussi à la conjoncture économique de chaque époque.

Désormais située à l'interface entre la comptabilité et la finance, l'analyse financière a connu une évolution très marquée, motivée aussi bien par les avancées de ces disciplines que par l'influence d'autres domaines tels que la stratégie et le droit de l'entreprise. On se propose de rappeler les grandes étapes de son développement, sans pour autant avancer des dates fixes pour les délimiter. Il n'existe pas, en effet, de séparation temporelle nette entre les différents stades de cette évolution. Par conséquent, la mention des années et des époques n'est effectuée qu'à titre indicatif.

I.1 Première Etape : La prééminence de l'analyse du risque du créancier et l'optique liquidative

La fin du XIX^e siècle fut marquée par un processus de « désengagement industriel » des banques qui ont progressivement freiné leurs prises de participation dans les entreprises ainsi que les chaînes de crédit qu'elles leur accordaient pour financer leurs investissements. Ce recul d'intérêt des banques envers les entreprises a obligé celles-ci à assurer le financement de leurs équipements à travers l'autofinancement ou l'apport des actionnaires. A cette époque, l'activité bancaire auprès de ces entités se limitait essentiellement à gérer leurs comptes courants et à leur octroyer des crédits à court terme destinés au financement de leurs besoins d'exploitation, et notamment leurs stocks. Ces crédits étaient initialement consentis en contrepartie de garanties juridiques prises par les banques, soit sur les biens détenus par les entreprises mais non nécessaires à leur exploitation, soit sur les biens personnels fonciers ou immobiliers de leurs propriétaires.

Dans leur analyse du risque de crédit, les banques ont essentiellement retenu la mesure de la solvabilité de l'entreprise, laquelle a été appréciée sur la base de la valeur de l'actif net comptable. Autrement dit, les banques s'appuyaient sur le bilan comptable pour déterminer la valeur des capitaux propres qui correspond à la différence entre les actifs et les dettes. Ainsi évalué, l'actif net ne constituait cependant pas une garantie de remboursement aux créanciers. Il fallait plutôt s'appuyer sur la valeur vénale des actifs sous l'hypothèse de liquidation, et ce afin de tenir compte des moins-values potentielles. Les banques se sont ainsi attachées à l'appréciation de la solvabilité de l'entreprise dans une perspective liquidative.

Cette logique de recherche de la solvabilité s'est progressivement avérée inadaptée à l'analyse du risque de faillite à court terme et donc insuffisante comme critère de décision d'octroi de crédit. Les faillites en chaîne des années 1930 avaient montré que l'actif net ne permet pas de garantir en soi la liquidité de l'entreprise et sa capacité à rembourser son crédit. Les banques se sont alors orientées vers l'évaluation de la solvabilité courante (la liquidité) de l'entreprise dans une optique de liquidation, et ce à travers l'appréciation de sa capacité à faire face à ses dettes exigibles à partir de ses actifs circulants.

L'incertitude quant à la liquidité des actifs circulants d'une part, et la certitude liée à l'exigibilité des dettes à court terme de l'autre, ont amené les banques à exiger une marge entre le montant des crédits accordés et celui des emplois de fonds correspondants. Cette marge de sécurité visait ainsi à prévenir les risques liés à l'exploitation, comme, par exemple, les risques de mévente, de dépréciation de stock, ou de faillite des clients. Pour lui servir de mesure, le fonds de roulement, obtenu par la différence entre les actifs liquides et les dettes exigibles à court terme, fut introduit. Cet indicateur de la sécurité financière, dont l'emploi était associé au calcul de ratios de liquidité, ne fut que le fruit d'un raisonnement des banquiers aboutissant à l'élaboration de règles normatives en matière de crédit. Principalement, fut établie la règle d'or ajustant la durée des emplois de fonds à celle des ressources qui les financent et spécifiant que « les crédits à court terme ne doivent financer que les actifs à court terme ».

Ces principes et indicateurs ont constitué le premier cadre méthodologique de l'analyse financière, orienté vers l'évaluation de la solvabilité de l'entreprise sous l'angle d'une éventuelle liquidation. Axée sur le point de vue des créanciers, et particulièrement les banques, cette approche patrimoniale mettant l'accent sur l'adéquation entre liquidité des actifs et exigibilité des passifs est demeurée pendant longtemps dominante à tel point qu'elle fut adoptée même par les analystes internes à l'entreprise.

Après la Seconde Guerre Mondiale, durant la période de reconstruction de l'économie française, la pertinence de la conception patrimoniale dans l'analyse du fonctionnement des entreprises fut mise en question. Dans un contexte de croissance et de continuité d'exploitation de ces entités, un nouveau courant est apparu pour compléter, et parfois remplacer le premier : celui fondé sur l'appréciation de la situation financière de l'entreprise sous l'hypothèse de continuation plutôt que de cessation de ses activités.

1.2 Deuxième Etape : La primauté de la compréhension des besoins de l'entreprise et la préoccupation de continuité d'exploitation

Au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale, fut entamée en France une dynamique de redémarrage de l'économie qui va conduire à une longue période de croissance relativement rapide. Les investissements à l'origine de cette croissance ont été financés, pour l'essentiel, par l'Etat² et le secteur bancaire. Or, durant la période de reconstruction, l'investissement est devenu le maître mot et des efforts ont été déployés pour favoriser l'intérêt des banques à élargir leur offre en matière de crédit. Ces dernières ont alors proposé aux entreprises, au-delà des crédits d'exploitation, des « crédits d'équipement » ayant une durée allant de trois à sept ans, avec également des crédits à longue échéance permettant de financer l'acquisition de constructions.

Dans leurs décisions d'octroi de ces prêts à long terme, les banques ont introduit de nouvelles notions et techniques d'évaluation du risque de crédit. Elles ont progressivement axé leur analyse sur l'étude d'un plan de financement pour chaque projet d'investissement. Une importance particulière fut accordée au concept de capacité d'autofinancement lié à la prévision des ressources qui seront générées par l'investissement et serviront en partie à rembourser le prêt. En outre, des règles d'« orthodoxie » financière visant à assurer l'équilibre de la structure de financement et donc du partage de risque entre les propriétaires d'entreprises et les banquiers ont été élaborées. Celles-ci comprennent essentiellement la règle de l'équilibre financier minimum (l'existence d'un fonds de roulement positif), et la règle de l'endettement maximum (ratio Dettes à long et moyen terme/Capitaux propres³ ≤ 1 , et ratio Dettes à long et moyen terme/Capacité d'autofinancement⁴ ≤ 3).

2 La contribution de l'Etat Français au financement des investissements nationaux, estimée à près de la moitié de ceux-ci, s'est effectuée soit directement à travers les subventions, soit indirectement via les prêts des organismes publics de crédits et du Fonds de développement économique et social.

3 Le ratio Dettes à long et moyen terme/Capitaux propres correspond aux ratios dits d'indépendance ou d'autonomie financière.

4 Le ratio Dettes à long et moyen terme/Capacité d'autofinancement est souvent désigné par ratio de la capacité de remboursement.

Pendant longtemps, la conception juridique et patrimoniale qu'avaient les banquiers de l'entreprise, d'une part, et la détermination de ces créanciers à minimiser leur risque, de l'autre, les avaient détournés de la compréhension des besoins de l'entreprise et de l'évaluation de son risque global. Les banques se voyaient ainsi financer des investissements peu rentables dès lors que les actionnaires apportaient les fonds nécessaires à l'équilibre du plan de financement : Elles « finançaient les bilans » plutôt que les entreprises. La méthodologie adoptée par les banques s'avérant peu adéquate pour juger les entreprises dans leur ensemble et évaluer la nature de leurs investissements, a constitué, au cours des années 1950, un frein à la croissance des entreprises et à la création des groupes. C'est grâce aux ingénieurs-conseils que ces prêteurs se sont rendu compte qu'au-delà de la valeur patrimoniale de l'entreprise et de la structure de son bilan, l'analyse de ses besoins constitue un élément primordial de l'évaluation de son risque financier. L'essentiel est devenu alors d'apprécier l'entreprise dans le cadre de la poursuite de son activité d'exploitation et non plus sous l'hypothèse de liquidation. L'entreprise fut désormais perçue comme un ensemble d'emplois et de ressources dont la gestion conduirait à dégager, ou non, une capacité d'autofinancement satisfaisante.

L'approche fonctionnelle de l'analyse financière fut ainsi élaborée. Les besoins de financement de l'entreprise n'ont été plus perçus comme limités au financement des investissements. L'entreprise devrait également assurer le financement des besoins engendrés par son cycle d'exploitation. Alors que l'analyse financière a longtemps considéré que seuls les actifs immobilisés constituaient un besoin de financement permanent, la croissance des années 1950-1960 a mis en évidence le caractère permanent des besoins de financement du cycle d'exploitation. On s'est rendu compte que, tant que l'entreprise est en activité, les postes du bas du bilan, et notamment les stocks, les créances clients et les dettes fournisseurs, sont en renouvellement continu et correspondent en conséquent à des emplois et des ressources effectivement permanents. La différence entre ces actifs et passifs circulants représente le besoin de financement de l'exploitation lequel a été assimilé à un emploi stable dont le financement doit être assuré par des ressources stables : le fonds de roulement. D'où l'appellation besoin en fonds de roulement (BFR).

Selon l'analyse fonctionnelle qui a succédé à l'approche patrimoniale, l'équilibre financier est apprécié à travers l'aptitude de l'entreprise à financer ses emplois stables par des ressources stables. Ainsi, le critère de stabilité des emplois et des ressources a remplacé celui de maturité des actifs et des dettes. De même, la nature du fonds de roulement a changé avec la nouvelle perception de l'entreprise. Le fonds de roulement liquidité a cédé la place au fonds de roulement fonctionnel qui, selon les principes établis, doit être positif et permettre de financer le besoin en fonds de roulement. Seules les variations occasionnelles de ce dernier doivent être financées par des crédits de trésorerie. Les règles normatives élaborées dans le cadre de la conception fonctionnelle visent ainsi à assurer le financement de la croissance sans dégrader la trésorerie.

Si cette conception s'est essentiellement développée pendant les années 1960 et au tournant des années 1970, ce n'est qu'une dizaine d'année plus tard qu'elle fut explicitement prise en compte par le Plan Comptable Général Français. En effet, c'est en 1982 que le PCG 1947, révisé en 1957, fut remanié pour tenir compte, de l'évolution de l'analyse de la gestion des entreprises, entre autres. Le PCG 1982 a ainsi adapté la structure et l'interprétation des documents de synthèse et a proposé une liste des soldes intermédiaires de gestion ainsi qu'un tableau de financement, comme outils d'analyse.

1.3 Troisième Etape : Le contexte de crise et les interrogations sur la trésorerie

Suite au choc pétrolier de 1973, les économies occidentales ont connu une période de stagflation caractérisée par une stagnation et une inflation simultanées. Or, les entreprises ne parvenaient plus à maintenir les taux de croissance élevés des Trente Glorieuses annonçant de ce fait le début de la récession. Mais en parallèle, la persistance des tensions inflationnistes ne faisait que provoquer une hausse nominale des besoins en fonds de roulement, amplifiant les besoins de financement des entreprises. En effet, bien que le niveau du BFR soit lié à la croissance et aux investissements de l'entreprise – désormais en recul –, l'augmentation des prix a, pour sa part, poussé en avant la valeur du BFR qu'il fallait financer.

Dans ce contexte, la plupart des entreprises ne parvenaient plus à rembourser les crédits à court terme accordés par les banques et en demandaient un renouvellement continu.

S'interrogeant sur l'origine des difficultés de trésorerie des entreprises, les analystes financiers et notamment les créanciers se sont rendus compte de l'inadéquation des normes de l'équilibre financier fonctionnel. Ils se sont alors engagés dans la recherche d'outils leur permettant d'apprécier de manière plus pertinente l'aptitude des entreprises à dégager des liquidités, et partant, leur capacité à rembourser leurs dettes.

C'est ainsi que fut mise en avant l'étude des flux financiers laquelle a abouti à la notion d'excédent de trésorerie d'exploitation et au développement des tableaux de flux. Bien que les tableaux de flux proposés à ce stade ne constituassent pas une innovation en soi, ils ont marqué une évolution conceptuelle et méthodologique de l'analyse financière. En effet, les premiers modèles de tableaux de flux, introduits à la fin des années 1950 et correspondant essentiellement à des tableaux de financement conçus par les analystes externes (spécialisés dans l'évaluation des entreprises et le conseil en investissement financier) avaient pour objet l'analyse de l'évolution de l'équilibre financier à long terme. Or, les tableaux de flux élaborés vers la fin des années 1970⁵ ont été plutôt orientés vers l'appréciation de la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie. Quant au concept d'excédent de trésorerie d'exploitation, celui-ci renvoie à la mesure de la liquidité d'exploitation par la différence entre l'excédent de liquidité provenant de l'enrichissement engendré par l'activité d'exploitation (excédent brut d'exploitation) et l'évolution des emplois et ressources du cycle d'exploitation (variation du BFR).

L'adoption de ces nouveaux instruments a remis en cause les outils d'analyse traditionnels et notamment ceux liés à la capacité d'autofinancement et le fonds de roulement selon les approches classiques. La capacité d'autofinancement a été critiquée pour ne pas constituer un bon indicateur de la capacité de remboursement, surtout qu'elle n'est pas nécessairement toujours disponible en trésorerie. En plus, étant un agrégat qui tient compte de certaines politiques de l'entreprise (politiques d'endettement et fiscale) et en néglige d'autres (politique de distribution), la prévision de son niveau ne peut s'effectuer de manière directe. Sur un autre plan, la critique du concept de fonds de roulement tient à la distinction entre les dettes sur la base de leur durée. Les dettes à court terme sont effectivement perçues comme ayant un caractère permanent puisque, dans le cas d'un fonds de roulement insuffisant, elles servent à financer, de manière continue, une partie du besoin en fonds de roulement qui est, lui-même, durable.

Ces travaux ont souligné le surendettement des entreprises françaises et la minimisation du rôle des capitaux propres dans le financement des entreprises et de leur croissance. Les fonds propres ne regagneront du terrain que vers le milieu des années 1980 avec le développement des marchés de capitaux favorisé par les innovations et l'évolution de la réglementation financière. La France s'est ainsi vue passer d'une économie d'endettement à une économie de marché.

1.4 Quatrième Etape : Le développement des marchés financiers et domination de l'actionnaire

Les années 1980 ont été marquées par de profondes mutations qui ont affecté la plupart des pays de l'OCDE. Les pouvoirs publics se sont engagés dans la mise en œuvre de réformes visant à amorcer un mouvement de déréglementation et de décloisonnement des marchés financiers. Cette dynamique a été progressivement renforcée par les progrès spectaculaires des technologies du traitement et de la communication de l'information.

En France, ces évolutions ont favorisé un essor remarquable des marchés de capitaux, avec en parallèle, un recul des crédits bancaires classiques. Or, avec la fin des tensions inflationnistes, le financement par endettement devenait de plus en plus coûteux et risqué. A partir de 1983 – début de la période de « désinflation compétitive » en France –, les taux d'intérêt réels n'ont fait qu'alourdir l'endettement des entreprises. Pour assurer leur financement, celles-ci s'orientaient de plus en plus vers l'appel public

⁵ Dont principalement le tableau pluriannuel des flux financiers (TPFF) de Geoffroy de Murard (1977) et le flux interne de trésorerie d'exploitation (FITREX) de Guillou (1979).

à l'épargne, rétablissant les capitaux propres comme ressource primordiale. Les émissions annuelles d'actions ont considérablement augmenté durant les années 1980. La décennie 1990 fut celle d'une progression très soutenue du marché d'actions et d'importantes innovations au niveau des instruments financiers. Le rôle grandissant des marchés financiers a, dans les faits, transformé le système financier français : on assiste à un phénomène de « financiarisation » de l'économie.

Cette évolution de l'environnement des sociétés françaises a modifié l'approche des problèmes et a engendré de nouvelles préoccupations. Dans une économie de marché, où le financement des entreprises s'effectue à travers l'émission de titres, l'évaluation de ceux-ci est passée au premier plan des préoccupations. Les analystes financiers se sont alors intéressés à l'appréciation de la valeur des capitaux propres, laquelle passe par l'étude de la rentabilité de l'entreprise. Leur mission consiste à analyser aussi bien les marges et le seuil de rentabilité de l'entreprise, que ses choix stratégiques. Il y a un élargissement des problématiques et des démarches qui s'inscrivent dans le cadre plus ample de l'analyse stratégique et du diagnostic global de l'entreprise. L'accent est de plus en plus mis sur l'étude de la rentabilité de l'actif économique et des capitaux propres et sa comparaison au coût du capital, et ce notamment dans un souci d'appréciation de la création de valeur.

La primauté accordée à la rentabilité n'a pas occulté l'importance de l'étude des flux de trésorerie qui continuait à préoccuper les analystes, mais dans une logique différente. En effet, l'objectif des analystes de cette époque consistait moins à évaluer la solvabilité et la capacité de remboursement de l'entreprise qu'à apprécier ses flux disponibles, et la flexibilité qui en découle. Or, la trésorerie disponible permettrait à l'entreprise de saisir des opportunités de croissance, ou d'accroître la richesse des actionnaires à travers la distribution de dividendes ou le rachat d'actions, ou aussi de rembourser des dettes en vue d'améliorer son rating. Dans cette perspective, l'analyse de la trésorerie ne repose plus sur l'équilibre entre les emplois et les ressources. Elle s'intéresse plutôt à la répartition des flux de trésorerie selon qu'ils correspondent à la fonction d'exploitation, d'investissement ou de financement.

La place majeure occupée par les marchés financiers et la globalisation financière ont orienté l'analyse financière des entreprises cotées vers la mesure de la création de la valeur financière et vers les approches développées en « finance de marché ». Axées sur la notion d'arbitrage entre rentabilité et risque, celles-ci s'éloignent des principes classiques et des règles d'orthodoxie. L'évaluation du risque global de l'entreprise appelle désormais la prise en compte de risques entraînés par la nouvelle donnée d'internationalisation et de volatilité des marchés financiers, dont notamment le risque de change et le risque de taux. Par ailleurs, les marchés de capitaux, largement affectés par le développement de la mondialisation, deviennent de plus en plus dominés par les investisseurs institutionnels et les fonds d'investissement qui fondent leurs décisions sur le raisonnement rendement-risque, et privilégient les approches par la valeur actionnariale (*Shareholder value*). Focalisées sur la rentabilité des capitaux et la création de valeur, et exprimées par des indicateurs du type EVA (*Economic Value Added*) et MVA (*Market Value Added*), ces approches ne font que traduire l'influence anglo-saxonne.

Les années 1990 marquées par des rendements exceptionnels des actions sur les marchés financiers, furent aussi l'époque durant laquelle les dirigeants d'entreprises s'efforçaient d'élaborer des stratégies de création de valeur pour les actionnaires. Ce double constat a conduit à associer les comportements des dirigeants et la performance sur les marchés financiers. Cette supposition n'a cependant pas tardé à être mise en doute suite à l'éclatement de la « bulle Internet » et aux scandales financiers à partir du début des années 2000. D'une part, la forte volatilité des marchés de capitaux découlant des arbitrages spéculatifs sans rapport avec les fondamentaux de l'entreprise et d'autre part la grave crise de confiance en l'information financière ont remis en cause le fonctionnement des marchés ainsi que les indicateurs de performance des entreprises. L'importance excessive accordée au modèle actionnarial qui régit les relations entre dirigeants et actionnaires et cherche à maximiser la valeur actionnariale fut ainsi critiquée par la communauté scientifique et les praticiens. On observe l'émergence de travaux mettant en avant la responsabilité sociale des entreprises envers les différentes « parties prenantes » (créanciers, clients, fournisseurs, salariés, etc.). Il s'agit d'un modèle partenarial de gouvernance qui substituerait à l'objectif

de création et de maximisation de la valeur actionnariale un objectif de création et de maximisation d'une valeur partenariale. Si le diagnostic des politiques sociale et sociétale de l'entreprise ne relève pas directement de l'analyse financière proprement dite, il devient une étape indispensable de la démarche d'analyse adoptant une approche globale l'entreprise.

Tableau 1 : Les grandes étapes de l'évolution de l'analyse financière en France

Étape	Caractéristiques de l'environnement	Approche et outils privilégiés
<p>Première étape : La prééminence de l'analyse du risque du créancier et l'optique liquidative</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les banques financent les besoins d'exploitation des entreprises - Les banques accordent des crédits à court terme, avec garanties juridiques - Les banques sont centrées sur l'analyse du risque de crédit 	<ul style="list-style-type: none"> - Mesure de la solvabilité de l'entreprise (Actif net comptable) sous l'hypothèse de liquidation - Evaluation de la liquidité en cas de liquidation - Recherche d'une marge de sécurité et introduction du fonds de roulement <p>• Approche patrimoniale (ou liquidité)</p> <p><i>Critères de liquidité des actifs et d'exigibilité des passifs</i></p>
<p>Deuxième Étape : La primauté de la compréhension des besoins de l'entreprise et la préoccupation de continuité d'exploitation</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Période de reconstruction et investissement des entreprises - Les banques accordent des crédits à moyen et long terme - Adoption de l'approche patrimoniale avant de découvrir ses limites 	<ul style="list-style-type: none"> - Plan de financement - Evaluation de la capacité d'autofinancement - Règles d'orthodoxie financière (FR > 0 ; ratio d'autonomie financière ≤ 1 ; capacité de remboursement ≤ 3)
	<ul style="list-style-type: none"> - Les banques se rendent compte de l'importance de l'analyse des besoins des entreprises dans l'évaluation du risque financier - Les banques analysent le bilan en termes d'emplois et de ressources 	<ul style="list-style-type: none"> - Abandon de l'hypothèse de liquidation et appréciation de l'entreprise sous l'hypothèse de continuité d'exploitation - Introduction de la notion de BFR et du fonds de roulement fonctionnel (FRNG) et étude de la trésorerie <p>• Approche fonctionnelle</p> <p><i>Critères de stabilité des emplois et des ressources</i></p>
<p>Troisième Étape : Le contexte de crise et les interrogations sur la trésorerie</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Période de stagflation (ralentissement de la croissance et augmentation des prix) - Difficultés de trésorerie des entreprises qui demandaient un renouvellement continu des crédits à court terme - Les banques apprécient la capacité des entreprises à dégager de la trésorerie. 	<ul style="list-style-type: none"> - Introduction de la notion d'excédent de trésorerie d'exploitation - Développement des tableaux de flux

<p>Quatrième Etape : Le développement des marchés financiers et la domination de l'actionnaire</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Essor des marchés de capitaux, favorisé par la déréglementation, les progrès des TIC et les innovations financières - Recul de l'endettement bancaire qui devenait plus coûteux et risqué - Passage d'une économie d'endettement à une économie de marché - Les analystes financiers s'intéressent à l'évaluation des titres des entreprises et donc leurs capitaux propres 	<ul style="list-style-type: none"> - Analyse stratégique et diagnostic global des entreprises - Etude de la rentabilité de l'actif économique et la rentabilité des capitaux propres, et comparaison au coût du capital - Analyse des flux de trésorerie selon leur fonction - Introduction des principes adoptés en finance de marché et des notions d'arbitrage entre rentabilité et risque - Evaluation du risque global incluant le risque de change et le risque de taux • Approches centrées sur la création de valeur actionnariale
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

2. L'ANALYSE FINANCIÈRE TRADITIONNELLE OU L'ANALYSE COMPTABLE

L'analyse financière traditionnelle correspond à l'ensemble des approches et des méthodes qui ont été développées au cours des époques qui ont précédé la montée des marchés financiers et l'avènement des approches inspirées des théories applicables en finance de marché. Même si elle concerne des techniques et des outils mis en œuvre par une variété d'utilisateurs, ce sont essentiellement les banques qui ont exercé l'influence majeure sur la construction de ses principes et ses outils. Elle est dite analyse comptable parce qu'elle s'appuie fondamentalement sur les données comptables qu'elle décompose et soumet à une étude approfondie visant à apprécier la situation financière et la performance de l'entreprise afin d'aboutir à des prises de décision.

Les instruments et les méthodes s'inscrivant dans ce cadre d'analyse ne sont pas les mêmes pour tous les pays, d'autant plus que les systèmes comptables qui régissent la production de l'information comptable varient d'un pays à l'autre. Mais aussi, au niveau d'un même pays, les logiques et les outils d'analyse se multiplient avec l'évolution des règles comptables, et constituent parfois un facteur favorisant le développement de ces dernières. En France, par exemple, le PCG 1957, promouvant l'optique liquidité-exigibilité dans la construction du bilan, avait ouvert la voie aux méthodes de l'analyse patrimoniale. Plus tard, le PCG 1982, a intégré l'optique fonctionnelle et officialisé les approches fondées sur une réflexion en termes d'emplois et de ressources ayant leur origine dans les pratiques courantes près de quinze ans auparavant. Pour le Liban, le fait que les principes comptables adoptés et le plan comptable en vigueur soient largement inspirés des normes françaises, explique l'analogie des approches d'analyse financière adoptées avec celles utilisées en France.

Ainsi, observée au sein d'un même pays – en l'occurrence la France –, l'analyse financière traditionnelle ne constitue pas un tout cohérent, mais plutôt une grande diversité de concepts et de moyens qu'il serait difficile de traiter de manière exhaustive. De fait, cet article se contente d'exposer les approches principales lesquelles constituent les repères théoriques qui sous-tendent les méthodes mises en application et qui, dans la pratique, peuvent se décliner et s'adapter selon les objectifs et la méthode du praticien. Essentiellement, l'analyse financière traditionnelle s'articule autour de l'appréciation de la structure financière de l'entreprise, et de l'analyse de sa performance et sa rentabilité.

2.1 L'appréciation de la structure financière

L'analyse de la structure financière vise à évaluer la bonne adéquation entre les ressources financières et les moyens économiques d'une entreprise, mais aussi à porter un jugement sur son indépendance financière, sa solvabilité, sa liquidité et sa capacité à faire face aux risques. Cette appréciation s'appuie sur le bilan et s'effectue selon deux approches principales : l'approche patrimoniale et l'approche

fonctionnelle. Comme les préoccupations de l'analyse financière ne sont pas les mêmes que celles de la comptabilité, le bilan comptable est remanié de façon à construire de nouveaux bilans s'adaptant aux logiques et objectifs de l'approche concernée.

2.1.1 L'approche patrimoniale

Dite aussi « approche liquidité » ou « approche financière », cette approche repose à la fois sur une conception patrimoniale de l'entreprise et sur une optique liquidité-exigibilité. Elle perçoit l'entreprise comme une entité juridico-économique qui possède un patrimoine dont l'inventaire est établi par le bilan. Ainsi, le bilan inclut à l'actif les biens de l'entreprise, ses avoirs et ses créances, et au passif, ses dettes. La différence entre les actifs et les passifs externes représente l'actif net, ou les capitaux propres qui expriment la valeur patrimoniale de l'entreprise. En outre, le classement des postes du bilan respecte des critères de liquidité de l'actif et d'exigibilité du passif en accordant une importance particulière à la distinction entre le long et le court terme. L'objectif de cette approche est d'évaluer le patrimoine réel de l'entreprise et d'apprécier son risque de faillite, plus précisément le risque d'insolvabilité et de liquidité. D'où, ce type d'analyse se fait normalement dans une perspective de cessation d'activité.

2.1.1.1. Le bilan financier ou bilan liquidité

L'analyse patrimoniale se fait sur la base du bilan financier (ou bilan liquidité) qui se construit à partir d'un bilan comptable, après répartition du résultat, en évaluant les postes de l'actif à leur valeur nette ou leur valeur vénale⁶, et tenant compte de l'intégralité des dettes. Dans ce bilan, les éléments de l'actif sont classés selon leur degré de liquidité croissante et ceux du passif selon leur exigibilité croissante, et une distinction est faite entre les actifs et les passifs à plus ou à moins d'un an. Le tableau 2 ci-dessous permet de schématiser l'organisation et les principaux blocs du bilan financier.

Tableau 2: Organisation du bilan financier

Actif	Passif
Actif à plus d'un an	Passif à plus d'un an <i>Capitaux propres</i> <i>Dettes à plus d'un an</i>
Actif à moins d'un an	Passif à moins d'un an

Le passage du bilan comptable au bilan financier nécessite les retraitements suivants :

a. Des reclassements :

- Les postes de l'actif immobilisé ayant des échéances à moins d'un an (immobilisations financières) sont reclassés en actif à moins d'un an.
- Les postes de l'actif circulant ayant des échéances à plus d'un an (stock outil, créances à long terme, charges constatées d'avance) sont reclassés en actif à plus d'un an.
- Les postes de dettes sont à répartir, selon leur échéance, en dettes à plus d'un an ou dettes à moins d'un an.

b. Des éliminations : Certains postes de l'actif n'ont aucune valeur actuelle et constituent un actif fictif. Ils comprennent notamment les frais d'établissement, quelques frais de recherche et développement, les charges à répartir sur plusieurs exercices et les primes de remboursement des obligations. Ces éléments doivent être simultanément éliminés de l'actif pour leur valeur

⁶ Certains analystes se contentent de la valeur nette comptable des éléments de l'actif à partir de laquelle ils déterminent l'actif net comptable. D'autres favorisent le recours à la valeur vénale ou valeur réelle des postes de l'actif, notamment pour les actifs immobilisés qu'ils soumettent à une réévaluation, et ce en vue de déterminer l'actif net corrigé ou réévalué.

nette et retranchés des capitaux propres au passif.

- c. Des intégrations : Certains éléments ne figurant plus ou pas dans le bilan comptable sont intégrés pour mieux refléter la réalité plutôt que les conventions comptables :
- Les effets escomptés non échus sont réintégrés à l'actif dans les créances à moins d'un an et au passif dans les dettes à moins d'un an.
 - Les plus ou moins-values latentes : l'élimination des actifs fictifs donne lieu à des moins-values, et l'évaluation des autres actifs à leur valeur réelle nécessite la prise en compte des plus ou moins-values latentes qui sont ajoutées ou retranchées des capitaux propres.
 - Les impôts latents correspondent à une dette fiscale latente intégrée aux dettes à plus et moins d'un an et retranchée des capitaux propres (les subventions d'investissement seront rapportées aux résultats lors d'exercices ultérieurs et supporteront donc l'impôt sur les sociétés).

2.1.1.2. Les instruments d'analyse du bilan financier

L'analyse patrimoniale permet d'examiner l'équilibre financier d'une entreprise, lequel est atteint lorsque les capitaux utilisés pour financer les actifs restent à disposition de l'entreprise pendant une durée qui correspond, au moins, à celle des actifs. Autrement dit, la règle de l'équilibre financier minimum énoncée par l'approche patrimoniale recommande que les actifs à plus d'un an soient financés par les passifs à plus d'un an. Le respect de cette règle est apprécié à l'aide d'un indicateur fondamental, le fonds de roulement financier. De plus, cette approche permet d'évaluer la solvabilité globale de l'entreprise, et sa solvabilité à court terme ou liquidité, et ce par le biais de certains ratios.

a. Le fonds de roulement financier

C'est un indicateur de la solidité financière de l'entreprise, et précisément de sa liquidité. Il correspond à l'excédent des actifs à moins d'un an sur les passifs à moins d'un an. Normalement, lorsque les échéances des actifs et des passifs à moins d'un an coïncident, l'entreprise serait en mesure de faire face à ses engagements à court terme. Mais puisqu'il existe des risques liés à ces postes – comme le retard ou le défaut de paiement des clients, le retard de l'écoulement des stocks, et le raccourcissement des délais accordés par les fournisseurs –, il ne suffit pas, pour assurer un bon niveau de liquidité, de se contenter d'un montant des actifs à moins d'un an égal à celui des passifs à moins d'un an. D'où la nécessité pour l'entreprise de disposer d'une marge de sécurité pour se prémunir contre ces risques. C'est le fonds de roulement financier (dit aussi fonds de roulement liquidité ou fonds de roulement patrimonial) qui, en étant positif, constitue cette marge de sécurité et rassure les prêteurs, notamment les banques, qui accordent des crédits à court terme.

b. Les ratios de liquidité

L'étude de la liquidité est complétée par le calcul des ratios de liquidité, dont le ratio de liquidité générale (Actif à moins d'un an/Passif à moins d'un an) qui rappelle la notion de fonds de roulement liquidité, sauf qu'il est exprimé en valeur relative. Il permet d'apprécier dans quelle mesure l'actif à court terme couvre les engagements à court terme. D'autres ratios de liquidité sont également calculés de la même manière que le ratio de liquidité générale, mais en retranchant des actifs la valeur des stocks (ratio de liquidité réduite), ou celle des stocks et des créances (ratio de liquidité immédiate).

c. Les ratios de solvabilité

Appréciée dans une optique de liquidation de l'entreprise, la solvabilité globale de l'entreprise désigne l'aptitude de son actif réel à couvrir l'ensemble de ses dettes. Elle est analysée à travers la notion d'actif net corrigé (Actif réel – Dettes totales) ou le ratio de solvabilité générale (Actif réel/

Dettes totales) qui doivent être supérieurs à 0 et 1 respectivement pour que l'entreprise soit jugée capable d'honorer ses dettes.

d. *Les ratios d'endettement*

L'analyse patrimoniale s'intéresse également aux ratios de l'endettement global (Dettes totales/Passif), l'endettement à moins d'un an (Dettes à moins d'un an/Passif ; Dettes à moins d'un an/ Dettes totales) et l'endettement à plus d'un an (Dettes à plus d'un an/Capitaux propres ; Dettes à plus d'un an/Passif à plus d'un an ; Dettes à plus d'un an/Capacité d'autofinancement).

Bien qu'elle demeure largement utilisée, l'approche patrimoniale fait l'objet de nombreuses critiques qui tiennent notamment à la question d'exactitude dans le respect des critères de liquidité et d'exigibilité et à la notion du fonds de roulement liquidité. Vu que les postes de ce dernier ont des vitesses de rotation différentes, l'existence d'un FR liquidité positif ne peut être une garantie de liquidité et n'écarte donc pas complètement le risque de défaut de paiement à court terme. D'ailleurs, l'analyse patrimoniale recommande que cet indicateur soit positif mais ne précise jamais son niveau optimal. C'est avec l'approche fonctionnelle que le fonds de roulement se voit relativisé et lié à la notion de besoin en fonds de roulement, mais en parallèle, sa nature est transformée.

2.1.2. L'approche fonctionnelle

L'approche fonctionnelle a historiquement suivi l'approche patrimoniale. Consacrée par le Plan Comptable 1982, l'optique fonctionnelle est notamment celle du gestionnaire qui cherche à dégager du bilan des réalités économiques concernant les moyens de fonctionnement de l'entreprise et les ressources qui les couvrent. Selon cette logique, l'entreprise est perçue comme une entité économique qui dispose de ressources pour financer des emplois amenant à la production de biens ou de services. A cet effet, l'entreprise réalise un ensemble d'opérations, classées selon trois fonctions principales : investissement, financement et exploitation. D'où l'utilisation de l'expression d'analyse fonctionnelle. L'étude des conséquences financières de ces opérations, notamment sur la trésorerie, font l'objectif principal de cette approche qui se base sur l'hypothèse de continuité d'exploitation.

2.1.2.1. Le bilan fonctionnel

L'objectif du bilan fonctionnel est de présenter les masses significatives des fonctions économiques et d'en examiner l'équilibre en vue d'apprécier la gestion de la structure financière. Il est alors établi en classant les éléments de l'actif et du passif non plus en fonction des critères de liquidité et d'exigibilité, mais plutôt selon les trois fonctions principales du cycle économique de l'entreprise. Le bilan fonctionnel est construit à partir d'un bilan comptable avant répartition du résultat et en retenant la valeur brute pour les postes de l'actif. Le tableau 3 ci-dessous propose une présentation du bilan fonctionnel.

Tableau 3: Présentation du bilan fonctionnel

	Ressources
Emplois stables	Ressources durables
Emplois (besoins) d'exploitation	Ressources d'exploitation
Emplois (besoins) hors exploitation	Ressources hors exploitation
Trésorerie active	Trésorerie passive

Les retraitements nécessaires pour la construction d'un bilan fonctionnel comprennent :

- a. Des reclassements :
 - Les amortissements et les provisions pour dépréciations sont reportés en ressources durables puisque les actifs immobilisés sont retenus pour leur valeur brute.
 - Les charges à répartir sur plusieurs exercices sont assimilées à des immobilisations et classées en actif stable.
 - Les concours bancaires courants et soldes créditeurs de banque sont classés en passif de trésorerie.
 - Les intérêts courus non échus sur emprunts et sur prêts sont considérés respectivement comme des dettes et des créances hors exploitation.
 - Les valeurs mobilières de placement sont classées en trésorerie active.
 - Les charges et les produits constatés d'avance sont ventilés en exploitation et hors exploitation selon qu'ils concernent ou non l'activité principale de l'entreprise.
- b. Des éliminations : Les primes de remboursement des emprunts doivent être simultanément éliminés de l'actif et retranchés des capitaux propres au passif, comme elles ne représentent pas de véritables ressources de financement (c'est effectivement le prix d'émission des emprunts qui correspond à une ressource de financement).
- c. Des intégrations : Les éléments à intégrer dans le bilan pour mieux traduire la réalité économique comprennent :
 - Les effets escomptés non échus sont simultanément ajoutés aux besoins d'exploitation et à la trésorerie passive.
 - Les biens détenus en crédit-bail sont considérés comme des immobilisations financées par un emprunt.

2.1.2.2. Les instruments d'analyse du bilan fonctionnel

La comparaison et l'évolution des masses et des rubriques du bilan fonctionnel permettent d'apprécier l'équilibre financier de l'entreprise à un moment donné. D'après la norme fonctionnelle, celui-ci est respecté si la structure financière de l'entreprise lui permet de poursuivre son activité sans dégrader sa trésorerie. Dans cette perspective, l'analyse s'articule essentiellement autour du calcul et de l'interprétation de trois indicateurs : le fonds de roulement net global, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie nette.

a. *Le fonds de roulement net global (ou fonds de roulement fonctionnel)*

Calculé par la différence entre les ressources durables et les emplois stables, cet indicateur représente l'excédent de ressources durables affecté au financement du cycle d'exploitation. Il constitue ainsi une marge de sécurité financière pour l'entreprise. Malgré son utilité, l'analyse du FRNG n'est pertinente que si elle est associée à celle du besoin en fonds de roulement.

b. *Le besoin en fonds de roulement*

C'est la partie des besoins de financement du cycle d'exploitation qui n'est pas financée par les dettes liées au cycle d'exploitation, et qui doit être financée par le fonds de roulement net global. Le besoin en fonds de roulement (BFR) résulte du décalage dans le temps entre les achats, les ventes, les décaissements et les encaissements. C'est alors un besoin qui se renouvelle sans cesse tant que l'entreprise poursuit son activité. D'où, selon l'approche fonctionnelle qui se situe dans une perspective de continuité de l'exploitation, le BFR constitue un besoin permanent qui, à l'instar des emplois stables, fait appel au financement par le FRNG.

Or, le BFR se décompose en BFR d'exploitation (BFRE) – qui correspond à la différence

entre les besoins d'exploitation et les ressources d'exploitation – et BFR hors exploitation (BFRHE) – égal à la différence entre les besoins hors exploitation et les ressources hors exploitation. Etant constitué d'éléments acycliques, normalement marginaux et instables, le BFRHE n'a pas de signification économique particulière. Par contre, le BFRE représente les besoins de financement à caractère permanent liés aux conditions d'exploitation de l'entreprise (durée de stockage, crédit clients, crédit fournisseurs), et constitue ainsi la partie essentielle du BFR.

Le niveau du BFRE et son évolution sont déterminés par plusieurs facteurs, dont principalement le niveau d'activité ou de chiffre d'affaires⁷, le secteur d'activité et le type de produit, la durée du cycle d'exploitation, et les décisions de gestion⁸ – relatives à *la durée du crédit fournisseurs, du crédit clients et du stockage*. Ces facteurs peuvent amener, dans certains cas, à un BFR négatif ou une ressource en fonds de roulement (RFR), c'est-à-dire à une situation où les ressources d'exploitation et hors exploitation excèdent les besoins d'exploitation et hors exploitation.

c. *La trésorerie nette*

La trésorerie nette (TN) représente l'écart entre la trésorerie active (disponibilités et valeurs mobilières de placement) et la trésorerie passive (concours bancaires courants et soldes créditeurs de banque). Ce n'est autre que la résultante de la comparaison du FRNG et du BFR ($TN = FRNG - BFR$). Plusieurs situations d'équilibre fonctionnel peuvent se réaliser. Elles sont présentées dans le tableau 4 ci-après.

L'approche fonctionnelle ne conclut effectivement pas qu'une trésorerie nette négative est malsaine ou qu'une trésorerie nette positive est avantageuse. C'est l'importance relative de la valeur de la trésorerie qui doit être prise en compte, et non la valeur en soi. Une bonne adéquation entre cycle d'exploitation et haut du bilan se traduit, en effet, par une trésorerie positive non excessive ou une trésorerie négative mais supportable. Autrement dit, selon la logique de l'analyse fonctionnelle, une trésorerie nette proche de zéro représenterait une bonne situation qui allie une gestion adéquate du risque et de la rentabilité. Les concours bancaires coûteux et risqués seraient utilisés en modération et les disponibilités seraient détenues à un niveau raisonnable n'impliquant pas un sous-emploi de capitaux.

d. *Les ratios*

L'analyse fonctionnelle axée sur l'étude de la dynamique entre le FRNG, le BFR et la trésorerie est complétée par l'examen de certains ratios. Principalement, un ratio de couverture des capitaux investis – Ressources durables/(Emplois stables + BFRE) – proche de 1 indique que l'équilibre financier est respecté. Contrairement à la logique patrimoniale qui considère que celui-ci est atteint lorsque les passifs à plus d'un an suffisent pour financer les actifs à plus d'un an, l'approche fonctionnelle recherche l'équilibre réalisé lorsque les ressources durables financent les emplois stables et le BFRE qui constitue effectivement un besoin permanent.

L'indépendance de l'entreprise vis-à-vis de la banque et des prêteurs, est également examinée par l'analyse fonctionnelle, et ce notamment à travers le ratio de financement courant du BFR (Concours bancaires courants/BFR) et le ratio d'autonomie financière (Ressources propres/Endettement financier).

⁷ Le lien entre BFRE et le chiffre d'affaires est concrétisé par le ratio BFRE/Chiffre d'affaires qui permet d'apprécier le poids de ce besoin et d'effectuer des prévisions. Il est également courant de l'exprimer en nombre de jours du chiffre d'affaires.

⁸ Ces décisions sont examinées à travers le calcul et l'interprétation de ratios dits de gestion qui, selon l'approche fonctionnelle, complètent l'analyse du BFRE. Ces ratios peuvent être calculés comme des coefficients de rotation ou des délais exprimés en nombre de jours. Ils comprennent le ratio de rotation des stocks, le ratio de rotation du crédit clients, et le ratio de rotation du crédit fournisseurs. Force est de noter que certains analystes recourent au calcul des ratios de gestion dans le cadre de l'analyse patrimoniale, et ce à partir des éléments du bilan financier.

Tableau 4: Situations de l'équilibre fonctionnel

<p>BFR > 0 <i>Existence d'un besoin en fonds de roulement</i></p>	<table border="1"> <tr> <td>BFR</td> <td rowspan="2">FRNG > 0</td> </tr> <tr> <td>TN > 0</td> </tr> </table>	BFR	FRNG > 0	TN > 0	<p>Le BFR est intégralement financé par le FRNG, c'est-à-dire les ressources stables parviennent à couvrir les emplois stables et les besoins permanents. L'excédent du FRNG constitue la trésorerie nette positive. Il faut s'assurer que les disponibilités qui représentent des capitaux inemployés ne soient pas excessives.</p>
	BFR	FRNG > 0			
	TN > 0				
<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">BFR</td> <td>FRNG > 0</td> </tr> <tr> <td>TN < 0</td> </tr> </table>	BFR	FRNG > 0	TN < 0	<p>Le FRNG est insuffisant pour financer la totalité du BFR. La partie du BFR non couverte par le FRNG est financée par l'excédent des concours bancaires courants sur les disponibilités. Cette situation est courante. Mais il faut éviter l'augmentation régulière des concours bancaires pour ne pas amplifier le risque de défaillance.</p>	
BFR		FRNG > 0			
	TN < 0				
<table border="1"> <tr> <td>FRNG < 0</td> <td rowspan="2">TN < 0</td> </tr> <tr> <td>BFR</td> </tr> </table>	FRNG < 0	TN < 0	BFR	<p>Non seulement les concours bancaires excèdent les disponibilités, mais ils financent le BFR et une partie des emplois stables. A moins qu'elle soit occasionnelle, cette situation est alarmante et nécessite de reconsidérer les structures de financement.</p>	
FRNG < 0	TN < 0				
BFR					
<p>BFR < 0 <i>Existence d'une ressource en fonds de roulement (RFR)</i></p>	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">TN > 0</td> <td>FRNG > 0</td> </tr> <tr> <td>RFR</td> </tr> </table>	TN > 0	FRNG > 0	RFR	<p>Le cycle d'exploitation dégage des ressources qui s'ajoutent à l'excédent de ressources durables (FRNG) pour engendrer un excédent de trésorerie important. Il est crucial de faire attention au niveau de disponibilités et considérer des placements rémunérateurs.</p>
	TN > 0		FRNG > 0		
		RFR			
<table border="1"> <tr> <td>FRNG < 0</td> <td rowspan="2">RFR</td> </tr> <tr> <td>TN > 0</td> </tr> </table>	FRNG < 0	RFR	TN > 0	<p>Les ressources dégagées par le cycle d'exploitation provoquent un excédent de trésorerie, qui risque d'être excessif, mais aussi une partie des emplois stables (non couverte par les ressources durables comme FRNG < 0). C'est principalement le crédit fournisseurs qui finance le cycle d'exploitation et une partie des immobilisations. Il serait judicieux de reconsidérer les ressources durables.</p>	
FRNG < 0	RFR				
TN > 0					
<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">FRNG < 0</td> <td>RFR</td> </tr> <tr> <td>TN < 0</td> </tr> </table>	FRNG < 0	RFR	TN < 0	<p>Les ressources durables ne parviennent pas à financer l'ensemble des emplois stables. Leur insuffisance est compensée par le crédit fournisseurs et les crédits bancaires courants. La dépendance financière de l'entreprise est inquiétante. La structure de financement est à reconsidérer.</p>	
FRNG < 0		RFR			
	TN < 0				

Les critiques qui ont été adressées à l'approche fonctionnelle mettent en avant les limites du bilan fonctionnel. La lecture horizontale de ce dernier, favorisée par la logique d'affectation d'une catégorie de ressources à une catégorie d'emplois – laquelle donne lieu aux notions de FRNG, BFR et TN –, est considérée comme étant contraire au principe de l'unité de caisse. En plus, est mise en question l'idée de distinction entre les concours bancaires courants et les financements stables, alors que normalement ces crédits à court terme sont renouvelés à plusieurs reprises. D'autre part, les critiques portent sur le fait que l'analyse fonctionnelle accorde un rôle résiduel à la trésorerie qui correspond à l'écart entre le FRNG et le BFR. Dans cette perspective, la situation de la trésorerie dépend des décisions relatives au fonds de roulement fonctionnel (décisions d'investissement et de financement durable) ou décisions affectant le niveau du BFRE.

Toutes ces critiques ont contribué à la proposition d'un bilan « pool de fonds » qui perçoit l'entreprise

comme disposant d'un pool de ressources qu'elle utilise pour financer l'ensemble de ses actifs. Dans cette présentation du bilan, le rôle de la trésorerie est mieux perçu, les dettes sont considérées dans leur globalité sans être séparées selon leur échéance, et le principe d'affectation de telles ressources au financement de tels emplois est écarté. Le bilan fonctionnel pool de fonds correspond à une conception de l'entreprise qui se rapproche du cadre de raisonnement issu de la théorie financière.

2.1.3. Les approches dynamiques

La situation financière de l'entreprise est appréciée non seulement à travers l'analyse du bilan – que ce soit selon une perspective patrimoniale ou fonctionnelle – dite analyse statique, mais aussi à l'aide d'une analyse dynamique ou analyse par les flux. Celle-ci regroupe des méthodes s'appuyant sur les flux de fonds et des méthodes basées sur les flux de trésorerie.

Les premières concernent l'établissement de tableaux de financement qui ont pour principal objectif d'expliquer les transformations du bilan de clôture par rapport au bilan d'ouverture. Ces tableaux s'inscrivant dans la démarche traditionnelle permettent de déterminer les nouvelles ressources et les nouveaux besoins qui ont été créés durant l'exercice. Le tableau de financement issu de l'approche fonctionnelle analyse avec précision les différents mouvements qui ont fait évoluer les masses du bilan et explique les modifications de l'équilibre fonctionnel du bilan (variation de TN = variation du FRNG – variation du BFR). Il ouvre ainsi la voie à une analyse plus fine de la politique d'investissement et de financement et une meilleure appréciation de la capacité de remboursement. Bien que le tableau de financement fonctionnel, dit aussi tableau de financement traditionnel – présenté dans le tableau 5 ci-après – soit couramment utilisé, il n'est pas le seul. Plusieurs modèles de tableaux de financement coexistent, dont ceux associés à l'approche pool de fonds.

Tableau 5: Tableau de financement traditionnel

EMPLOIS		RESSOURCES
Distribution de dividendes		Capacité d'autofinancement
Acquisitions d'éléments de l'actif immobilisé		Cessions d'éléments de l'actif immobilisé
Réduction des capitaux propres		Augmentation des capitaux propres
Remboursements de dettes financières		Nouvelles dettes financières
<i>Total Emplois</i>		<i>Total Ressources</i>
=	Variation du FRNG (Total Ressources – Total Emplois)	
–	Variation du BFRE (Variation des besoins d'exploitation – Variation des besoins d'exploitation)	
–	Variation du BFRE (Variation des besoins hors exploitation – Variation des besoins hors exploitation)	
=	Variation de la Trésorerie nette	

Les tableaux de flux de trésorerie, quant à eux, ne poursuivent pas le même objectif de détermination des nouveaux emplois et des nouvelles ressources de l'exercice. Ils s'intéressent cependant à la trésorerie dégagée par les différentes opérations de l'entreprise. L'importance qui leur a été accordée est l'indice d'un certain rapprochement des préoccupations de la théorie financière. Les tableaux de flux de trésorerie proposés, en France, sont multiples. Ils comprennent essentiellement, le tableau pluriannuel des flux financiers (TPFF), et le flux interne de trésorerie d'exploitation (FITREX), le tableau de flux de la Banque De France, et les tableaux de flux de trésorerie préconisés par l'Ordre des Experts – inspirés du « *statement of cash-flows* » américain. Privilégiant une répartition des flux de trésorerie entre les

trois fonctions classiques de l'entreprise, ces derniers renseignent sur les mouvements de trésorerie, sur les encaissements et les décaissements liés aux opérations d'exploitation, d'investissement et de financement.

2.2. L'analyse de la performance et de la rentabilité

Puisqu'il décrit l'activité de l'entreprise en récapitulant les produits réalisés et les charges encourues pendant une période donnée, le compte de résultat constitue le support de l'analyse de l'activité et des performances, et aussi de la rentabilité. Traditionnellement, l'étude de ce document de synthèse porte essentiellement sur l'analyse de la formation du résultat qui ouvre la voie à l'étude de la rentabilité. Des prolongements au-delà de la stricte information comptable cherchent également à analyser la rentabilité.

2.2.1. L'analyse de la formation du résultat

La présentation comptable du compte de résultat ne permettant pas d'en tirer d'importantes conclusions, une présentation plus adaptée aux objectifs de l'analyse fut proposée et continue d'être utilisée par la majorité des analystes. Il s'agit de la présentation du compte de résultat en soldes intermédiaires de gestion (SIG). En rapprochant certains produits et certaines charges, cette méthode permet d'obtenir des indicateurs de gestion à différents niveaux. L'analyse de ces soldes s'avère plus significative que l'appréciation du seul résultat net. Les avantages des SIG résident dans leur capacité à expliquer la formation du résultat net, à renseigner sur la répartition de la richesse créée par l'entreprise entre toutes les parties prenantes (salariés, Etat, apporteurs de capitaux et même l'entreprise), et à rendre plus pertinentes les comparaisons interentreprises et inter-exercices. En outre, l'interprétation de ces indicateurs est complétée par le calcul de certains ratios permettant d'étudier la structure de l'activité ainsi que l'évolution – dans l'espace et dans le temps – de la performance et de la rentabilité. Le tableau 6 ci-après présente les SIG et leur mode de calcul, explique la signification de chacun d'eux et son intérêt pour l'analyse financière, et expose les principaux ratios correspondants.

Tableau 6: Soldes intermédiaires de gestion et Ratios correspondants

SIG et calcul	Signification et intérêt	Ratios principaux
Vente de marchandises	Si la vente de marchandises est un indicateur de l'activité de négoce, la marge commerciale permet d'apprécier la gestion cette activité. Elle peut être décomposée par produit ou par branche d'activité.	Taux de marge commerciale (MC/Vente de marchandises)
- Coût d'achat des marchandises vendues		
= Marge commerciale (MC)	La production concerne les entreprises industrielles et mixtes. Elle constitue un indicateur d'activité « hétérogène » comme elle agrège la production vendue évaluée au prix de vente, et la production stockée et immobilisée évaluées au prix de revient.	
+ Production vendue		
+ Production stockée	La valeur ajoutée mesure l'apport spécifique de l'entreprise à la production qu'elle réalise. Elle permet d'apprécier le poids économique de l'entreprise, sa dimension, sa croissance ainsi que ses structures de production.	- Taux d'intégration (VA/CA ou VA/production) - Productivité du personnel (VA/Effectif) - Part de la VA revenant : au personnel (Charges de personnel/VA) aux prêteurs (Charges financières/VA) à l'entreprise (Autofinancement/VA)
+ Production immobilisée		
= Production de l'exercice	Indicateur pivot de la performance économique de l'entreprise, l'EBE indique la ressource générée par l'exploitation de l'entreprise indépendamment de la politique d'amortissement et des décisions financières (politique de dividendes ou fiscale).	- Taux de marge brute d'exploitation (EBE/CA) - Partage de la valeur ajoutée (EBE/VA) - Taux de rentabilité économique (EBE/actif économique)
+ Marge commerciale		
+ Production de l'exercice	Le résultat d'exploitation reflète l'activité normale et courante, après prise en compte des dotations aux amortissements et provisions d'exploitation. Il mesure la performance industrielle et commerciale de l'entreprise indépendamment de sa politique financière mais influencée par sa politique d'amort.	- Taux de marge nette d'exploitation (RE/CA) - Taux de rentabilité économique (RE/actif économique)
- Consommation en provenance de tiers		
= Valeur ajoutée (VA)	Prenant en compte les charges et les produits financiers en plus de ceux liés à l'exploitation, le résultat courant avant impôt est un indicateur de l'activité économique et financière de l'entreprise, indépendamment des opérations exceptionnelles.	- Taux de profitabilité financière (RCAI/CA)
+ Subventions d'exploitation		
- Impôts, taxes et versements assimilés	Le résultat net représente ce qui reste à disposition de l'entreprise, et détermine si l'entreprise est bénéficiaire ou déficitaire. Un bénéfice n'est pas nécessairement le signe d'une saine gestion. D'où l'importance de l'analyse des soldes intermédiaires	- Taux de marge nette (RN/CA) - Taux de rentabilité financière (RN/Capitaux propres)
- Charges de personnel		
= Excédent brut d'exploitation (EBE)		
+ Reprises et transferts de charges d'exploitation		
+ Autres produits		
- Dotations aux amortissements et provisions		
- Autres charges		
= Résultat d'exploitation (RE)		
± Quotes-parts de résultat sur opér. en commun		
+ Produits financiers		
- Charges financières		
= Résultat courant avant impôt (RCAI)		
± Résultat exceptionnel		
- Participation des salariés		
- Impôts sur les bénéfices		
= Résultat net de l'exercice (RN)		

2.2.2. Les ratios de rentabilité

Selon l'approche traditionnelle, l'analyse de la rentabilité se fait à travers le calcul de ratios dits de rentabilité (présentés dans le tableau 6 ci-avant). Le raisonnement retenu est celui de l'analyse rétrospective fondée sur l'étude des documents comptables reflétant des données passées. On est alors loin des notions de rentabilité promues par la théorie financière et reposant sur une optique « prospective » d'actualisation de flux futurs. Dans la perspective traditionnelle, la rentabilité exprime le rapport entre le résultat de l'entreprise pour une période de référence et les moyens mis en œuvre pendant cette période pour obtenir ce résultat. Il est courant de classer les ratios en trois catégories faisant référence à trois notions de rentabilité. D'abord, la rentabilité commerciale – qui s'apparente à la notion de profitabilité ou de marge – mesure le résultat dégagé par rapport au chiffre d'affaire. La rentabilité économique, pour sa part, vise à rapporter le résultat aux moyens économiques engagés (actif économique ou capitaux investis), alors que la rentabilité financière s'attache à considérer le résultat en fonction des fonds propres. Normalement, le résultat retenu en numérateur des taux de rentabilité peut correspondre aux différents soldes intermédiaires de gestion. Alors que la rentabilité financière est, en général, calculée en utilisant le résultat net, la rentabilité économique peut être appréciée en ayant recours soit à l'excédent brut d'exploitation, soit au résultat d'exploitation, soit aussi au résultat d'exploitation net d'impôt. Les ratios de profitabilité, quant à eux, utilisent presque tous les soldes.

2.2.3. Seuil rentabilité et effets de levier

Un autre volet de l'analyse du compte de résultat se rapporte à l'étude de la structure des coûts et de son influence sur la rentabilité de l'entreprise. L'examen du comportement et de l'évolution des charges permet, en effet de les classer en charges variables – celles qui dépendent du niveau d'activité de l'entreprise – et charges fixes – indépendantes du volume d'activité – dites aussi charges de structures. Cette distinction ouvre la voie à la détermination d'un seuil de rentabilité qui correspond au niveau d'activité pour lequel les charges fixes sont absorbées par la marge sur coût variable. Le plus souvent, cette analyse se situe au niveau de l'activité d'exploitation et cherche à trouver le seuil de rentabilité d'exploitation, c'est-à-dire le volume des ventes conduisant à un résultat d'exploitation nul.

Cette réflexion est complétée par une prise en compte des risques qui peuvent nuire au résultat d'exploitation ou aussi au résultat net. Il s'agit du risque d'exploitation et du risque financier associés dans ce cadre à l'existence des charges d'exploitation fixes et des charges financières respectivement. La notion de l'effet de levier propose alors d'apprécier l'incidence de ces risques sur le résultat et partant la rentabilité de l'entreprise. Cet effet de levier est analysé en deux temps. D'abord, le levier d'exploitation désigne l'amplification de la variation du résultat d'exploitation en réponse à une variation des ventes et dont l'effet est mesuré par le coefficient de levier d'exploitation (CLE). L'effet de levier d'exploitation ou opérationnel est affecté par le niveau des charges fixes, plus celles-ci sont importantes, plus le coefficient est élevé et l'effet intense. D'autre part, le levier financier est associé à la présence de frais financiers correspondant au coût des dettes. Le coefficient de levier financier (CLF) mesure la sensibilité du résultat net à la variation du résultat d'exploitation. L'effet de levier financier reflète alors l'incidence – qui peut être positive ou négative – du financement par endettement sur la rentabilité des capitaux propres. Il correspond à la différence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière. Globalement, pour comprendre comment le résultat net est affecté par une variation des ventes, un coefficient de levier total ou mixte est calculé. Il prend en compte les effets de levier d'exploitation et financier et s'apprécie par le produit des coefficients correspondants.

Cette démarche d'analyse de la rentabilité axée sur la détermination de seuil de rentabilité et d'étude des effets de levier se démarque des méthodes et des instruments « purement comptables ». Bien qu'elle puise ses informations dans les documents issus de la comptabilité, elle suit une logique largement inspirée par la réflexion économique.

CONCLUSION

L'analyse financière est une collection de méthodes et d'instruments en constante évolution. Du fait des changements de l'environnement des entreprises, de nouvelles thématiques analytiques émergent et favorisent le perfectionnement des techniques existantes et le développement de nouvelles approches. Celles-ci s'ajoutent aux précédentes pour offrir une large gamme de logiques et de méthodologies qui coexistent afin d'offrir des réponses adaptées aux préoccupations variées des nombreux et divers utilisateurs de l'analyse financière, mais aussi aux spécificités des différents types d'entreprise. Or, l'analyse financière d'une entreprise cotée soulève des questions différentes de celles posées au niveau d'une entreprise non cotée. Si le diagnostic de la dernière peut se contenter de l'étude des documents comptables, celui de la première fait appel à des méthodologies fondées sur les apports de la finance moderne. L'accent mis sur ces approches issues de la théorie financière n'a aucunement minimisé l'importance des approches traditionnelles qui occupent toujours une place centrale tant dans les travaux de nombreux praticiens que dans les manuels.

Un regard sur l'évolution historique de l'analyse financière permet de situer les contextes dans lesquels les approches diverses ont été introduites et développées, et d'approfondir l'utilité et les apports de chacune à la lumière des besoins et des préoccupations des praticiens et des acteurs dominants de chaque phase. De la position prééminente du banquier prêteur privilégiant l'examen de la solvabilité et la liquidité, à la préoccupation de compréhension des besoins de l'entreprise, au souci de trésorerie, à la domination de l'actionnaire et des méthodes centrées sur la création de valeur, l'analyse financière a parcouru un long trajet et connu un élargissement de son champ. La flexibilité dont elle a fait preuve laisse espérer encore plus d'avancées apportant des réponses aux problématiques qui s'imposeront au fur et à mesure.

Le choix de dresser le panorama des concepts et instruments traditionnels de l'analyse financière tient, d'une part, à leur diversité qu'il est intéressant d'appréhender et d'autre part à leur importance, notamment dans les milieux où le rôle des marchés financiers demeure limité. Sans aucune prétention d'exhaustivité, ont été explorées les méthodes principales traitant de l'appréciation de la situation financière et de l'étude des performances et de la rentabilité. Dans ce sens, des pistes ont été fournies au praticien ou au chercheur auquel il appartient de sélectionner les outils d'analyse pertinents à ses préoccupations et de les adapter à ses problématiques.

BIBLIOGRAPHIE

- Brealey R., Myers S., Allen F., (2006), Principes de gestion financière, 8^e édition, Pearson Education.
- Charreaux G., (2000), Gestion financière, Litec
- Charreaux G., (2014), Finance d'entreprise, 3^e édition, Editions Management et Société.
- Cohen E., (1997), Analyse financière, 4^e édition, Economica.
- Cohen E., (2006), Analyse financière, 6^e édition, Economica.
- Cohen E., Perez R., (1999), « Vingt ans d'analyse financière en France », Comptabilité - Contrôle - Audit, No. 5, p. 61-76.
- Colasse B., (2008), L'analyse financière de l'entreprise, 5^e édition, La Découverte.
- De Murard G., (1977), « Le tableau pluriannuel des flux financiers », Revue Française de Gestion, Janvier-Février, p. 78-86.
- Depallens G., Jobard J., (1996), Gestion financière de l'entreprise, 1¹^e édition, Editions Sirey.
- Didier R., François W., (1998), « L'évolution de l'analyse financière dans la contrainte européenne », Revue d'économie financière, No. 47, p. 103-107.
- Gillet R., Jobard J., Navatte P., Raimbourg P., (2003), Finance : Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier, 2^e édition, Dalloz.
- Grandguillot B., Grandguillot F., (2013), Analyse financière, 10^e édition, Gualino.
- Guillou J., (1984), « Vers une nouvelle approche financière de l'entreprise », Analyse Financière, 3^{eme} trimestre, p. 8-15.
- Hoarau C., (2008), Analyse et évaluation financières des entreprises et des groupes, Vuibert.
- Hutin H., (1997), La Gestion financière, Editions d'Organisation.
- Hutin H., (2002), Toute la finance d'entreprise en pratique, 2^e édition, Editions d'Organisation.
- Koulayom H., (1998), « Existe-t-il une vérité comptable ? Apport du bêta financier à l'analyse financière », La Revue du Financier, Cybel, No. 117, p. 62-68.
- La Bruslerie H., (2010), Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic, 4^e édition, Dunod.
- Levasseur M., (1979), Gestion de trésorerie, Economica.
- Levasseur M., Quintart A., (1998), Finance, 3^e édition, Economica.
- Park R., (2000), « La Société de construction des Batignolles : Des origines à la Première Guerre mondiale (1846-1914) », Histoire, économie et société, Vol. 19, No. 3, p. 361-386.
- Peyrard J., (1999), Analyse financière, 8^e édition, Vuibert.
- Peyrard J., Avenel J., Peyrard M., (2006), Analyse financière : Normes françaises et internationales IAS/IFRS, 9^e édition, Vuibert.
- Quiry P., Le Fur Y., (2002), Finance d'entreprise : Pierre Vernimmen, 4^e édition, Dalloz.
- Quiry P., Le Fur Y., (2009), Finance d'entreprise : Pierre Vernimmen, 7^e édition, Dalloz.
- Solnik B., (2005), Gestion financière, 4^e édition, Dunod.
- Thibierge C., (2014), Analyse financière, 5^e édition, Vuibert.
- Vernimmen P., (1991), Finance d'entreprise : Analyse et gestion, 5^e édition, Dalloz.

