

# Contenu, objectifs et méthode pédagogiques

Le champ de ce cours *d'analyse financière* est à la fois réduit et augmenté par rapport à un cours classique de *gestion financière de l'entreprise*.

D'un côté, il est réduit. Il évite les techniques de gestion au jour le jour (par exemple les techniques de gestion de la trésorerie), ainsi, à l'opposé, que celles des plans de financement (budgets annuels et plans à moyen terme). Il est discret concernant les questions d'organisation de la fonction financière. Enfin les différents produits financiers de placement tout autant que les méthodes concrètes de financement (autofinancement versus distribution de dividende, augmentation de capital ou emprunt, emprunt de marché ou recours au crédit bancaire, types de titres, des actions aux titres de créances avec les produits intermédiaires, etc.), resteront cachés derrière des notions théoriques non concrétisés : l'érudition nécessaire au traitement de ces questions ainsi que les problèmes théoriques qu'ils soulèvent sont du domaine de la gestion financière abordée en seconde année. L'analyse financière de l'entreprise, écrit Elie Cohen<sup>1</sup> « constitue un ensemble de concepts, de méthodes et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité de ses performances ». On reste donc dans le domaine **de l'observation, du diagnostic**, avant la mise en œuvre de la **politique financière** et de sa **gestion stratégique et tactique**.

Les analystes financiers peuvent être internes aux entreprises ou externes : les **banques** – avec leurs *méthodes des scores* ou « *scoring* » évaluant les risques de défaillances pour les crédits bancaires ; les **analystes financiers** suivant les performances et qui espèrent en tirer des informations orientant les cours des actions ; les **sociétés de « rating »** ou de *notation des niveaux de risque de défaillance* pour les prêteurs, en général pour le financement de marché ; les experts comptables des *Comités d'entreprise* représentant les salariés, etc.).

D'un autre côté, il peut apparaître plus riche. Nous insisterons plus que de coutume sur les différents « tableaux » utilisés pratiquement par les analystes financiers, tant pour l'analyse des **stocks** du bilan que pour celle des **flux** (flux monétaires internes d'autofinancement, mais aussi flux financiers au sens plus large : financement externe, par émission de capitaux propres ou de dettes, investissements). Nous tenterons d'expliciter les logiques explicites ou implicites de ces tableaux en relation à la fois avec quelques **aspects théoriques** de la *finance d'entreprise* et avec les **mutations profondes** du contexte historique macroéconomique et financier.

## 1 - L'objet du cours et ses objectifs

Ce cours aborde avant tout l'un des aspects de l'analyse financière, l'aspect **quantitatif** du diagnostic nécessaire de toute façon à la **gestion pratique** concrète des gestionnaires, mais en double liaison avec : d'une part le **passage, d'une « économie d'endettement »** avec fort interventionnisme de l'Etat – singulièrement en France - à une « **économie de marchés de capitaux** », bref au **libéralisme**, à la financiarisation, globalisation et **reprise de pouvoir par les actionnaires sur les managers** ; d'autre part les principaux éléments de la théorie financière moderne limitée à la *finance d'entreprise*<sup>2</sup> (la « **corporate finance** »). Ce seront les **références théoriques**.

L'analyse, comme la gestion financière ont néanmoins besoin **d'analyse qualitative**, souvent empruntée aux autres disciplines mais qu'elles intègrent dans leurs champs. Elles apparaissent ainsi comme des disciplines carrefour, un « *savoir parasitaire* » comme le note Pierre Jarniou<sup>3</sup>. Mais ces différents champs qualitatifs ne seront dans ce cours évoqués que de manière très secondaire, « à minima »<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> *Analyse financière*, op. cité en bibliographie, 1997, p. 7.

<sup>2</sup> Les questions théoriques et pratiques de la *finance de marché* ne peuvent être complètement éludées ; elles ne seront abordées, sauf incidentes, que du point de vue de l'entreprise.

<sup>3</sup> *L'entreprise comme système politique*, thèse pour le doctorat d'Etat en sciences humaines, Ecole des Hautes Etudes en Sciences sociales, 1979.

<sup>4</sup> Les points suivants ne seront donc que survolés : les *champs juridiques et fiscaux* (droits des sociétés, code de commerces, fiscalité, etc.) ; les *méthodes concrètes de financement et de placement* et les anciens et nouveaux « *produits financiers* », dont les produits dérivés – les marchés à terme dont la connaissance nécessite une érudition encyclopédique ; *l'organisation de la*

Il va de soi que ce cours ne peut être abordé que par des apprenants possédant un minimum de connaissances en comptabilité générale, surtout de compréhension des documents de synthèse de base (compte de résultat et bilan).

Enfin, détail important, l'apprenant doit posséder un minimum de savoir-faire quant aux principales commandes du Tableur EXCEL et du traitement de texte Word. En effet, la plupart des présentations utiliseront ces deux outils incontournable.

## 11 - La prise en compte des profondes mutations du contexte macroéconomique et financier et de la théorie financière

### \* Les mutations économiques et sociales

On débordera quelque peu du champ ordinaire d'un manuel d'analyse financière : on a choisi de ne pas faire l'économie de nombreuses références à l'environnement macroéconomique financier marqué par des changements récents, en particulier en France – en gros le milieu de la décennie des années 80. Tout simplement parce qu'il existe une relation entre l'évolution des méthodes d'analyse quantitative et ce contexte historique<sup>1</sup>. De quoi s'agit-il ?

Il s'agit donc du passage d'une *économie d'endettement*<sup>2</sup>, **intermédiée par le crédit bancaire**<sup>3</sup> (souvent contrôlé directement ou indirectement par la politique économique de l'Etat), à une *économie de marchés de capitaux*, à **financement désintermédié** où les banques tendent à être remplacées par l'accès direct des agents non financiers aux marchés de capitaux<sup>4</sup>. Pour faire bref : on passe d'une **économie très régulée**, en particulier financièrement, par l'Etat, à une économie où les **marchés** sont censés, par une « main invisible », **optimiser les relations financières** comme ils sont censés optimiser les marchés réels.

On aura reconnu dans *l'Economie d'endettement* par intermédiation bancaire l'un des cadres, celui de la politique monétaire<sup>5</sup>, des politiques interventionnistes keynésiennes qui ont dominé l'Après-guerre jusqu'à la fin des *Trente glorieuses*, suivies par la stagflation catalysée par les deux grands chocs pétroliers de 1973-74 et 79-80.

*L'Economie de marchés* de capitaux, à financement désintermédié dominant donc, est par contre en parfaite harmonie avec le libéralisme triomphant. Le principal atout pour les libéraux des vertus de cette évolution, - outre l'amenuisement, voire la disparition de l'interventionnisme étatique évidemment – est la lutte contre l'inflation. Celle-ci serait due, selon la théorie ultralibérale *monétariste* (le prix Nobel Milton Friedman) et son dernier avatar de la *Nouvelle Ecole Classique* (*la NEC*, avec un autre prix Nobel Robert Lucas) aux dérèglements monétaires, à la trop forte création monétaire qui est l'une des caractéristiques de l'économie d'endettement<sup>6</sup>. Ces adeptes de la *théorie quantitative de la monnaie*

---

*fonction* de gestion financière (rôles respectifs de la direction financière, de la gestion de la trésorerie, du contrôle budgétaire, contrôle de gestion, etc.) ; le *management et la gestion pratique* des tableaux prévisionnels (Plans à moyen terme, budgets, dont budget de trésorerie et gestion de la trésorerie au jour le jour, etc.) ; les *structures organisationnelles* de gestion financière concrète des entreprises, de même que leur correspondance avec les « modes » et/ou les changements *des relations de pouvoir entre les acteurs opérationnels interne* de l'entreprise - on pense aux rôles respectifs du Directeur financier, du Contrôleur de gestion, du Trésorier, déjà évoqués plus haut, non plus en termes simplement technique, mais en terme d'organisation et de pouvoir opérationnel internes au management) ; etc.

<sup>1</sup> Mais aussi, avouons-le, de par notre double formation et notre double insertion dans l'enseignement et la recherche en gestion et en macroéconomie, dont la macroéconomie financière.

<sup>2</sup> La théorie de l'opposition entre *Economie d'endettement* et *Economie de marché de capitaux* date de 1974 et est l'œuvre du britannique keynésien nobélisé John Hicks (dans *La crise de l'économie keynésienne*).

<sup>3</sup> Le rôle des marchés de capitaux, de la bourse et du marché monétaire, sont alors secondaires dans le financement.

<sup>4</sup> Les banques ne disparaissent pas ; leur fonction de crédit laisse place progressivement à une « *nouvelle intermédiation* » : elles mettent en relation les acteurs sur les marchés de capitaux (par les SICAV par exemple, ou simplement les services qu'elles rendent pour faciliter les émissions et souscriptions sur les marchés financiers). Elles sont de moins en moins rémunérées par les intérêts de leurs prêts et de plus en plus par les services bancaires qu'elles rendent.

<sup>5</sup> Pas le seul : la politique de **déficit budgétaire**, ou plus généralement la politique fiscale et budgétaire est un autre cadre ; cette dernière était souvent liée au premier par le financement monétaire du déficit budgétaire.

<sup>6</sup> Tout crédit bancaire à court terme est **source de création monétaire**, le remboursement entraînant au contraire une **destruction monétaire**. Mais la croissance économique induit évidemment une création monétaire nette en général supérieure dans une économie d'endettement, d'après les ultra-libéraux, à la croissance économique en volume.

affirment que l'inflation n'est en effet en dernière instance qu'un phénomène monétaire<sup>1</sup> : toute création monétaire étant *neutre*<sup>2</sup> sur l'activité macroéconomique en volume.

Or, on n'analyse pas ou on ne gère pas financièrement une entreprise de la même façon, des années 60 au milieu des années 80 en France où le contrôle de l'Etat, malgré une certaine libéralisation, restait important sur la sphère du financement, ou dans les mêmes années aux Etats-Unis ou en France depuis une quinzaine d'année. On montrera donc les relations entre l'évolution des méthodes d'analyse les plus bêtement comptables et le vent du libéralisme. Evidemment, il ne s'agira que de références : il n'est pas question de proposer un cours parallèle de macroéconomie financière ou d'histoire des faits et politiques monétaires et financières.

**Le libéralisme triomphant a de même bouleversé les rapports de pouvoir**, non pas seulement, comme déjà mentionné plus haut, en termes d'organisation et de pouvoir opérationnels internes au management, mais entre les propriétaires, disons les actionnaires, et le management. On pense surtout à la théorie et aux pratiques de la **Corporate Governance**, la « *Gouvernance* » (Gouvernement<sup>3</sup>) d'entreprise, qui redonne le pouvoir total aux actionnaires, après l'« *ère managériale* », ou « *directoriale* » où les cadres supérieurs des entreprises, les mandataires, possédaient une relative autonomie par rapport à leurs mandants actionnaires. On abordera rapidement dans ce cours les différentes théories expliquant l'évolution de ces relations de pouvoir (théories *managériale* ou *directoriale*, *behavioriste*, *des signaux*, et *de l'agence* ou *des mandats*). On insistera en particulier sur la dernière nouveauté (mode<sup>4</sup> ?) de la **valeur actionnariale**, ou **création de valeur pour l'actionnaire**.

On ne flirtera pas trop avec la sociologie, mais derrière « les marchés (financiers) » se trouvent des actionnaires. On aurait dit il y a des lustres une *classe sociale* de rentiers qui a horreur de l'inflation qui rogne son épargne. Avec le petit bémol que, quantitativement, les actionnaires sont souvent les « *investisseurs institutionnels* » (les « *Zinzins* », terme amusant qui semble devenu obsolète) : les assureurs – souvent des banques de la Bancassurance - mais surtout les fonds de pensions anglo-saxons, autrement dit les salariés gérant le capital avec ainsi une double casquette.

L'« acteur classe ouvrière », plus généralement évidemment les salariés seront en grande partie absents de notre champ d'analyse. Ils interviennent néanmoins en France par les Comités d'entreprise dans leur attribution économique ; il en est de même en Allemagne dans les grandes entreprises en « cogestion » (très limitée : la « *Mitbestimmung* ») et au niveau de l'UEM avec les *Forums européens*. Peut-être les trouvera-t-on un jour dominant les Conseils d'Administration par leurs fonds de pension...

### \* La théorie financière « moderne » et la finance d'entreprise

Les références à la théorie financière « moderne » – c'est-à-dire américaine – sont incontournables : l'explication de la *production* du profit par le risque, alors qu'il ne s'agit que d'expliquer sa *répartition* ; la question de l'existence ou non d'une « *structure optimale de financement* », avec le théorème de Modigliani-Miller; quelques aspects de la théorie financière de marché, etc.

La théorie financière de l'entreprise ou finance d'entreprise, ou de la finance de marché, avec son histoire – essentiellement américaine donc, en fait des Etats-Unis<sup>5</sup> – et ses outils de base, suppose en fait l'environnement des marchés de capitaux. Elle n'apparaîtra en particulier ici que comme aboutissement

---

<sup>1</sup> Au contraire, les économistes keynésiens perçoivent l'inflation dans le domaine réel (*inflation par les coûts* et/ou *inflation par la demande*). Il existe d'autres explications au phénomène, en particulier des rigidités structurelles et sociales.

<sup>2</sup> C'est un peu plus compliqué. Selon Milton Friedman et le *monétarisme*, cette *neutralité* n'existe pas à court terme : une relance de l'activité pour lutter contre la récession ou la faiblesse de la croissance – donc le chômage - par une politique monétaire expansionniste, relance en effet l'activité en même temps que se déclenche l'inflation. Mais cette neutralité apparaît à moyen terme : les agents économiques, trompés dans un premier temps par l'*illusion monétaire*, adaptent leur comportement (*anticipations adaptatives*), l'activité et le chômage reviennent à leur point de départ et il ne reste plus que l'inflation. Toute nouvelle relance, pour recommencer le processus, ne peut qu'accélérer la spirale inflationniste. On aura compris en quoi le monétarisme est une machine de guerre s'opposant théoriquement à la relance monétaire keynésienne, plus généralement à tout volontarisme macroéconomique de l'Etat. Selon les nouveaux libéraux, dont Robert Lucas, par la théorie des *anticipations rationnelles*, la monnaie est « super neutre » et l'inflation est une conséquence immédiate de toute politique de relance monétaire, inefficace pour relancer l'activité et lutter contre le chômage et source de dérèglement : inefficace et néfaste.

<sup>3</sup> La traduction par *Gouvernement* est selon certains peu adéquate ; la *gouvernance* fait un peu vieux jeu , d'où le néologisme anglo-saxon que nous proposons de conserver...

<sup>4</sup> Bien que les auteurs de ces différentes techniques et la plupart des analystes s'en défendent...

<sup>5</sup> Voir le livre passionnant de Peter L. Bernstein, *Des idées capitales, Les origines improbables du Wall street moderne*, 1995, PUF (édition originale en anglais, 1992).

de notre démarche, essentiellement quantitative comptable et empirique. Mais il ne faut pas se leurrer, cet « au-delà » de la comptabilité aura néanmoins influencé l'analyse à base comptable elle-même : les « tableaux d'analyse financière » les plus comptables n'ont évolué que dans le cadre de l'évolution de cet environnement.

De plus, la finance moderne qui tend à mépriser la **comptabilité en coûts historiques** pour ce tourner vers les **valeurs de rendement** à partir des **profits futurs anticipés actualisés** (la *juste valeur*, ou « *fair value* »), n'a pas encore réussi à convaincre la communauté des analystes financiers de l'inutilité de l'analyse rétrospective des comptes et de l'utilisation de l'outil comptable pour tenter de percevoir l'avenir. Mais ça vient, la comptabilité en « *fair value* » (en « *juste valeur* ») est promise à un bel avenir international, sous la pression du libéralisme anglo-saxon.

## 12 – L'analyse financière « quantitative » : la comptabilité comme base, mais avec un au-delà...

Le centre du champ quantitatif de l'analyse financière se trouve sans aucun doute être la construction et l'analyse donnant les **premiers éléments du diagnostic financier**, des tableaux d'analyse financière à partir des documents comptables.

On évoquera également, mais en tant que sous-produit de ce champ central, d'autres analyses quantitatives, en particulier les notions de seuils de rentabilités, de recoupement entre l'analyse financière et le management stratégique, etc. On commencera à éclairer également le rapport entre le champ de l'analyse comptable et celui des marchés financiers, en particulier donc *la création de valeur* pour l'actionnaire

La construction de ces tableaux sera effectuée essentiellement à partir de la comptabilité française : à partir des *documents de synthèses*<sup>1</sup> de la comptabilité française selon le Plan Comptable Révisé, le PCR 1982<sup>2</sup> révisé encore en 1999 (bilan, compte de résultat, tableau de financement ou des ressources et des emplois, annexes). Il s'agit de prendre ces documents comme matière première et de les transformer en **tableaux d'analyse financière**. On tire de ses tableaux, le plus souvent matriciels (en ligne les postes analysés, en colonne les années, passées ou prévisionnelles) des **évolutions, en masse et/ou en pourcentage**, des *ratios*, etc. En bref des notions mesurées, quantifiées. Ces différents « calculs » devant être mis en relation pour aboutir à un **diagnostic financier**.

Des pistes seront également parcourues concernant les **présentations anglo-saxonnes ou internationales** ainsi que les **comptes consolidés**. Il s'agira d'aventures rapides. Rapides, mais pas trop, car la multinationalisation et la globalisation ont généralisé en Europe - et en France en particulier - les présentations des rapports annuels des grands groupes cotés selon la comptabilité anglo-saxonne. Là non plus, cette évolution n'est pas étrangère aux profonds bouleversements économiques et sociaux, en un mot à la « libéralisation ». On insistera sur l'évolution récente de la comptabilité anglo-saxonne *moniste*<sup>3</sup> fondée essentiellement en matière de communication externe sur les *coûts complets*, mais qui commence à intégrer les analyses de *flux de trésorerie* et retrouve au niveau de la communication des firmes, les concepts de « cash flows » un temps mis en marge.

Ce diagnostic financier à base comptable doit être utilisé pour gérer l'entreprise en relation avec les « pourvoyeurs » ou « fournisseurs » de ressources financières et les « employeurs » ou « clients » des emplois financiers – en clair l'entreprise a besoin « d'argent » ou place son « argent ». L'environnement macroéconomique financier est à cet égard fondamental : on retrouve l'opposition mentionnée plus haut entre *l'économie d'endettement* et *l'économie de marché de capitaux*. Dans le dernier cas – c'est la situation actuelle dominante dans le monde entier - il s'agit des relations financières de l'entreprise avec les marchés financiers : tant au niveau de ses ressources, l'entreprise en tant qu'émettrice de titres

---

<sup>1</sup> Soit dans leur forme sociale, soit selon la normalisation de la liasse fiscale que nous allons privilégier. Le tableau de financement n'existe pas dans la liasse fiscale.

<sup>2</sup> Notons que le PCR est reconstruit en 1999, mais les changements de forme sont peu importants.

<sup>3</sup> C'est-à-dire comptabilité financière générale et à la fois comptabilité analytique de gestion. Au contraire, la comptabilité française est dualiste : d'un côté la comptabilité générale ; de l'autre la comptabilité analytique.

(actions, obligations, « titres de créances négociables » à caractère monétaires - les *TCN* ; que de ses emplois, l'entreprise en tant que souscripteur de titres.

### 13 - De la matière première comptable à l'analyse financière

On trouvera dans ce cours un peu partout des « trinités » : le nombre *trois* qui est le nombre d'or de la méthode « scientifique » de recherche : **partir du réel** ; ici plus exactement de sa représentation comptable en tant que matière première ; **analyse, appropriation de ce réel par des méthodes ou des théories** en perpétuelle évolution proposant la transformation de cette matière première en tableaux d'analyse financière (avec les multiples retraitements, obligés ou luxueux dont l'analyste financier a le secret) pour aboutir au **diagnostic** de la situation financière et de son évolution ; enfin **politique financière**, en clair l'application à partir du diagnostic de décisions financières : le **retour au réel**. L'analyse financière s'arrête au diagnostic, éventuellement à des « recommandations ».

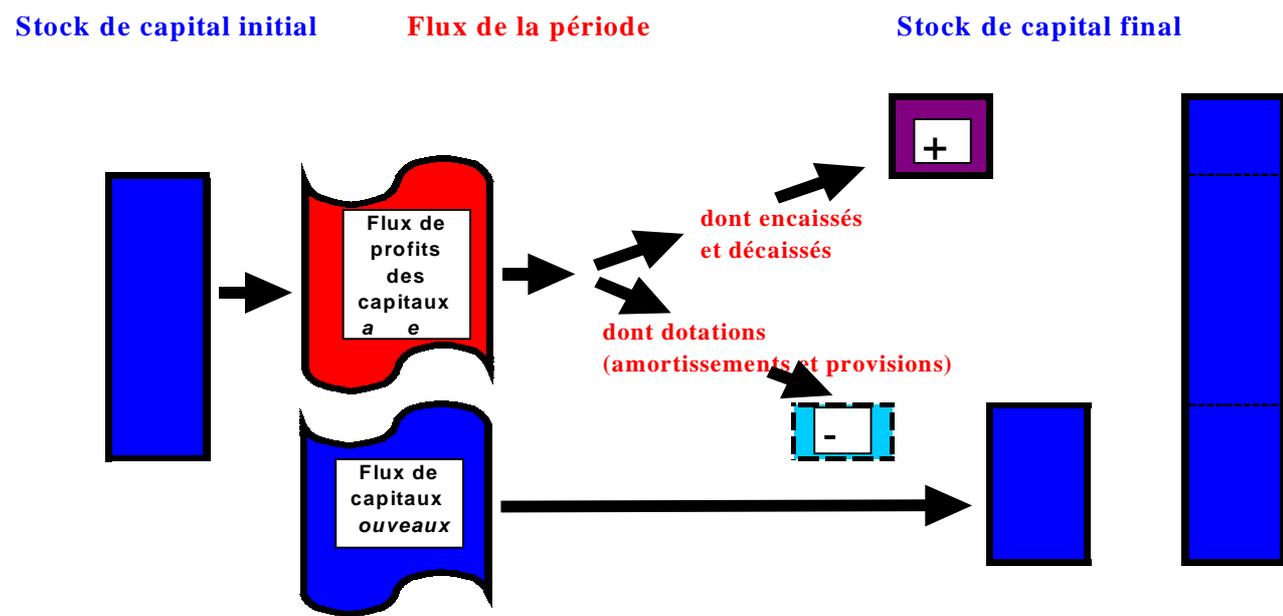
### 2 - La démarche du cours : la logique (qui peut être contrariée...) Stocks → Flux → Flux / Stocks

Trois thèmes, pas un de plus, regrouperont tous les sujets traités<sup>1</sup> :

- les « *stocks* » de capitaux,
- les « *flux* » de profit et de capitaux,
- les relations *flux de profit / stock de capitaux*, ou *rentabilités*.

Le schéma suivant illustre l'articulation des flux et des stocks.

Des **stocks** de capitaux **initiaux** aux stocks de **capitaux finaux** après les **flux de la période**



<sup>1</sup> Le sommaire ainsi que le plan détaillé du cours est donné part ailleurs.

Une leçon introductive (*leçon 1*) présentera le passage de l'*analyse combinatoire* des flux et des stocks au fondement des *choix* parmi les nombreuses combinaisons possibles. On présentera ainsi les fondements du modèle comptable patrimonial (Actif moins Dettes donne la Situation nette :  $A - D = S$ , plutôt  $A - D \Rightarrow S$ ) et introduira les différentes logiques de l'analyse des flux.

On présentera également les relations entre les rentabilités et les profitabilités (ou taux de marge). On passe des secondes aux premières en tenant compte de la rotation des capitaux (ou productivité apparente du capital). Sera ainsi présentée la « formule Du Pont (de Nemours) » qui résume parfaitement les liaisons flux-stocks .

Les trois thèmes n'ont pas le même poids en terme d'intérêt et de charge de travail : le premier ne comporte que deux leçons (2 et 3) ; le deuxième 3 (leçons 4, 5 et 6) ; le troisième est chargé de cinq leçons (7, 8, 9,10 et 11). La leçon 12 clôt le cours par une conclusion.

## 21 - Premier thème : les « *stocks* » de capitaux (analyse statique)

Point de départ : le bilan. Des apporteurs de capitaux, propriétaires ou prêteurs (passif au sens comptable) permettent à l'organisation, disons à l'entreprise, de posséder un capital économique (actif au sens comptable). On a donc affaire à des « stocks »<sup>1</sup> de capital économique à l'actif<sup>2</sup> et à des stocks de « droits sur ce capital économique »<sup>3</sup> – les capitaux au sens comptable - et les autres dettes au passif. Tous ces stocks de capitaux (actifs et passifs) sont évidemment mis en œuvre pour « faire des petits », des flux de « profit économique » qui se partagent entre les intérêts des créanciers et les résultats ou bénéfices nets des propriétaires.

Ce point de départ va se retrouver à chacune des « clôtures » d'exercice comptable ou à chaque moment du temps où le gestionnaire aura décidé de présenter une situation patrimoniale et les résultats de la période.<sup>4</sup>

On analysera ici les différents points de vue de l'analyse financière des bilans (point de vue des prêteurs, des gestionnaires et des marchés financiers).

## 22 - Deuxième thème : les « *flux* » de circulation des capitaux, la création des profits et les flux de financement et d'investissement (analyse dynamique).

On oppose, dans la présentation traditionnelle comptable de l'analyse financière : d'une part l'analyse du « compte de résultat » ; d'autre part celle des « tableaux de flux », dont le *Tableau de financement* traditionnel, ou *Tableau des ressources et des emplois* (du Plan comptable français) n'est qu'un exemple parmi d'autres.

Le compte de résultat se contente d'analyser la logique de la formation des profits (ou des pertes...), il met l'accent sur la notion de résultats *nets, après flux non monétaires (amortissements et provisions)* Mais il développe depuis une quarantaine d'années en France<sup>5</sup> - nettement plus aux Etats-Unis – les

---

<sup>1</sup> « Stock » au sens général de niveau de valeur d'un poste à un moment donné et non au sens restreint de la comptabilité (stocks de marchandises, de produits finis, etc.)

<sup>2</sup> En fait l'actif n'énumère pas le capital économique concret, **mais les droits de l'entreprise sur ce capital économique (droits de propriété et créances)**. L'exemple des actifs financés par *crédit-bail* est à cet égard frappant : l'actif n'appartient pas à l'entreprise, il n'est donc pas inscrit à l'actif dans les comptes sociaux français (contrairement aux comptes sociaux allemands)... mais il y apparaît dans les comptes consolidés...

<sup>3</sup> Le passif énumère donc en fait les « **droits** (des propriétaires et créanciers) **sur les droits** » de l'entreprise ou de l'organisation analysée. La **comptabilité** généralisée au niveau macroéconomique financier **est une chaîne organisée (de droits sur des droits sur des droits...)** quantifiée par des valeurs monétaires. On perçoit très bien ces chaînes de droits en comptabilité nationale, ou *Macrocomptabilité* ; nous y ferons de temps en temps référence dans le cours.

<sup>4</sup> L'exercice comptable traditionnel d'une année peut être découpé : la bourse de Wall street exige des comptes semestriels, voire trimestriels ; les grands groupes cotés présentent ainsi en France des comptes des premiers et seconds semestres.

<sup>5</sup> Les notions de « **cash flows** », CAF (Capacité d'autofinancement), MBA (Marge Brute d'Autofinancement) et autres notions de **flux d'autofinancement**, étaient au début des années soixante des curiosités pour les étudiants en gestion, au même titre que

notions de résultats en tant que *flux monétaires, réels ou potentiels* : flux que nous nommerons **en tant que concept** les *flux d'autofinancement (FA)*. Notons le retour en force de cette notion, avec un sigle qui devient très « tendance » : l'*EBITDA, Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. Il s'agit du profit avant charges d'intérêt, impôts, dotations aux provisions et amortissements : ce que les comptables nationaux et privés français nomme depuis belle lurette l'*EBE, l'Excédent Brut d'Exploitation*.

Les tableaux de flux mettent justement en avant les aspects monétaires des résultats, disons les « cash flows » (les flux de « cash », de « fric », en bref les flux monétaires potentiels ou réels) en tant que ressources pour leur distribution aux propriétaires, leur investissement, mais aussi les financements complémentaires (par capitaux propres des propriétaires et/ou par nouvel endettement) rendus nécessaires et/ou choisis pour assurer plus généralement les flux de financement des investissements et les distributions.

Cette mise en avant des flux monétaires dans l'analyse financière est, malgré sa progressivité historique, une petite révolution, même au niveau théorique. En effet, seul la monnaie est un instrument de placement ou d'investissement permettant de faire des petits : de nouveaux cash flows. La plupart des innovations, anciennes ou récentes, de la théorie financière se fondent en effet sur les flux monétaires actualisés<sup>1</sup>.

Dans les deux cas, il s'agit bien de flux qui modifient les « stocks » de capitaux du bilan. On a donc une première « boucle » qui, au niveau de la liaison stocks de départ – flux – stocks d'arrivée se suffit à elle-même. Il s'agit du « cycle du capital » qui se reproduit sans cesse : comme une bicyclette, il ne peut tenir en équilibre que par son mouvement.

## 23 - Troisième thème : « flux » de profits ramenés aux « stocks » de capitaux : *rentabilités et risques*.

Il s'agit de l'analyse de la **rentabilité**, plus exactement *des rentabilités*, selon les différents points de vue *des différents* apporteurs de capitaux. En un mot du rapport entre « les petits » et les mises de départ : les profits et les capitaux engagés. On comprend intuitivement que ces rentabilités seront liées aux risques pris.

C'est à ce niveau que l'on quittera le champ purement comptable pour tenter quelques incursions dans la sphère des valeurs de marchés, autrement dit dans une introduction à la théorie financière et la finance d'entreprise.

On terminera en conclusion par le « *principe d'incertitude généralisé* ». Ce n'est pas seulement *l'avenir* qui est *radicalement incertain* (au sens de *l'incertitude radicale* de John Maynard Keynes<sup>2</sup> ou de Knight, au début des années 20 du siècle dernier, en exacte relation avec le « **principe d'incertitude en physique** »). Ce sont aussi les *taux de rentabilités désirées* qui sont en fait liés aux rentabilités anticipées puis effectives. Les valeurs de marché boursières sont donc radicalement indéterminées, même dans leurs fondamentaux.

## 3 - La méthode pédagogique

Nous utiliserons ici la *maïeutique socratique*, méthode pédagogique vieille de plus de 2000 ans qui consiste à enseigner par le **dialogue** entre le « professeur » (l'enseignant) et l'« élève » - celui que l'on se propose d'« élever » -, (l'apprenant). Cette méthode est à l'opposé du « cours magistral » suivi de « travaux dirigés » et autres « travaux pratiques » qui se termine par des contrôles de connaissances, écrits ou oraux, études de cas, dissertations sur un « sujet », Quiz et autres QCM ou variantes.

---

les chewing gums et les cigarettes américaines en 1944. La notion de CAF, la Capacité d'autofinancement n'a été normalisée en France qu'avec le PCR 1982. C'était hier.

<sup>1</sup> Voir en particulier la notion de « *free cash flow* » ou « *cash flow libre* » (après réinvestissement).

<sup>2</sup> L'économiste Keynes fit sa thèse d'économie sur les probabilités, *A treatise on Probability*, 1921. Il était obsédé par l'« *incertitude radicale* »... en fait non probabilisable...

Petit bémol de la méthode : **le dialogue est difficile en direct dans l'enseignement à distance**, mais il est possible avec le « tuteur » (forums, « chats » ou « causettes », etc.). Pour renforcer l'« aspect socratique » de la présence de l'enseignement, nous avons incorporé de la voie, celle de l'auteur : des interventions parlées de présentation ou de synthèse des thèmes exposés. Dans le fond, on n'a guère besoin d'un Socrate toujours présent : on doit être assez grand pour accoucher tout seul, avec quelques forceps presque autoproduits, « les vérités qu'on a en soi ».

## 31 - La libre circulation théorique est ici bridée partiellement par les contraintes d'un cours en ligne

Cette analyse en trois thèmes successifs de la gestion financière apparaît comme un cheminement logique, mais non linéaire, car cyclique par construction et référence au réel. Rien n'interdirait par exemple de commencer pédagogiquement par les flux avant d'aborder les stocks, sans oublier néanmoins que « les petits-profits » ne tombent pas du ciel, apportés par des cigognes, mais ont des parents : les stocks de capitaux engagés. Rien n'interdirait non plus de commencer par une réunion de famille se demandant comment organiser le rapport profit / capitaux engagés, donc par le couple rentabilités-risques.

La dialectique entre les flux et les stocks, plus généralement entre les **positions (dans l'espace)** et les **mouvements (dans le temps)**, est bien la mise en avant de l'unité de ces deux contraires : ... l'espace et le temps. Même si depuis les philosophes grecs on s'oppose sur l'aspect dominant de cette contradiction<sup>1</sup>, même si en physique des particules le « principe d'incertitude » d'Heisenberg interdit de connaître à la fois la position d'un électron et son mouvement (sa vitesse), les aspects plus terre à terre des stocks et des flux d'« argent » ne nous entraîneront pas trop vers ces angoisses : le niveau d'eau d'une baignoire augmente bien par le flux qui sort du robinet et diminue bien par la bonde de sortie, sans oublier qu'en plus « ça s'évapore » par les amortissements et provisions... Pas trop, mais un peu quand même : c'est l'objet de la conclusion.

On aura donc compris que le cheminement pédagogique reste théoriquement relativement libre. Tous les thèmes possèdent de plus une certaine autonomie : on peut parler de rentabilité des investissements sans connaître le moins du monde, ou à peine, un compte de résultat et un bilan, à part « prix de vente – prix de revient = bénéfice ». Autrement dit, au niveau pédagogique, le cheminement resterait *relativement* libre... à condition d'avoir bien compris la boucle du cycle du capital. Mais le cours en ligne contraint évidemment cette liberté : vous serez contraints par un planning précis.

Chaque thème est formé de sous-thèmes, eux-mêmes formés de sous-sous-thèmes... etc. Le cheminement dans les sous-thèmes possède également une certaine logique, indiqué par la table des matières ; mais là aussi, les aventures individuelles sont possibles... dans le cadre des contraintes du planning !

## 32 - Les trois niveaux de la connaissance

Pour *approfondir* ces trois thèmes – dans ce cas, « on va vers le bas » - et leurs sous-thèmes, ou au contraire *s'élever* dans leur connaissance – dans ce cas, « on va vers le haut » - on propose une métaphore spatiale assez banale : l'axe vertical de la connaissance. On prendra l'aspect de l'élévation et non de l'approfondissement : l'ascension vers la lumière est mieux perçue que la descente aux enfers, la recherche de la nuit et de Lilith. Et il vaut mieux éviter le « profond... dans le sens de creux ».

Cet axe vertical, couplé au plan des thèmes – tout le monde a compris que la navigation va s'effectuer en trois dimensions : les 3D chères à la présentation multimédia informatisée – est formé de trois « niveaux », d'*apprentissage*<sup>2</sup> :

- Le niveau « pratique » ou d'**introduction pédagogique** simplifiée (mais pas trop), par des exercices guidés : le « learning by doing » où la **méthode constructiviste** de Piaget dans laquelle l'activité de

---

<sup>1</sup> « On ne se baigne jamais deux fois dans le même fleuve » versus « Achille, immobile à grand pas ». Ou plus généralement l'opposition entre le *fonctionnalisme* (ou tout est mouvement, pratique et fonctionnement : modifications dans le temps) et le *structuralisme* (où domine la combinatoire d'éléments invariants : figés dans l'espace).

<sup>2</sup> Visuellement néanmoins, ces trois niveaux seront « cliquables horizontalement » sur le haut des écrans.

l'apprenant est fondamentale, avec ses conflits socio-cognitifs où le dialogue à la Socrate retrouve tous ses droits<sup>1</sup> ;

- Le niveau « théorie », ou **cours**, doublé en général en **connaissances de base et développements**, en fait le bon vieux « poly » (ici en ligne, mais qu'il n'est pas interdit d'imprimer); des animations seront proposés synthétisant les principaux apports ;

- Le niveau **exercices d'application et cas de synthèse**, sans oublier l'auto contrôle des connaissances – non « surveillé » dans ce cours - (Quiz et autres QCM rapides)

Le titre du cours : **Analyse financière, pratique et théorie**, montre que toute l'approche est censée s'effectuer par la **pratique** de l'apprenant, aidé par des **apports théoriques**. Notre démarche est donc d'une simplicité biblique : **on partira toujours de cas concrets** les plus dépouillés possibles mais correspondant à un problème réel de gestion, (disons d'exercices introductifs élémentaires) ; c'est à partir de ces « mini-cas » cas qu'on déduira **quelques éléments théoriques** (disons un « cours ») ; on retournera à la réalité par **des exercices et cas d'applications**. Encore une fois, il n'est pas interdit de commencer par le cours... mais la méthode n'est ici pas du tout appropriée.

Les exercices d'application seront des applications assez élémentaires du cours ; les cas pédagogiques seront un peu élargis et sortiront de l'application stricte de la marche précédente. On utilisera pour ces cas pédagogiques l'intégration des tous les thèmes étudiés, autrement dit, on retrouvera le même cas dans les trois thèmes, aux trois niveaux. Il s'agira, outre de deux cas pédagogique simplifiés<sup>2</sup> (l'entreprise *LSA*, très simplifiée – mais pas tant que ça, elle s'appelle *Large SA* - et l'entreprise *XLSA* – un peu moins simplifiée – *XL...*), du **cas réel TotalFinaElf**<sup>3</sup>, unique cas réel présenté dans ce didacticiel ; d'autres cas seront à construire par les étudiants, à partir de la communication financière des entreprises.

Les thèmes de ce cours sont découpés en **trois rondelles** et **sous-rondelles** qui ne sont pas que formelles : cependant, c'est **tout le cycle qui donne l'unité**.

### 33 – Le contrôle des connaissances

Le contrôle des connaissances sera : à 50 % donné par le « **contrôle continu** », **essentiellement** - on va y revenir - par le cas construit par les étudiants ; à 50 % par un « **examen final** » écrit selon les formes traditionnelles.

Attention ! Vous travaillerez beaucoup avec l'informatique ; mais à l'examen vous n'aurez qu'un crayon, une calculette ou un boulier chinois... et vos connaissances organisées. Il faut en tenir compte dans votre travail : il ne s'agit pas d'accumuler des formules, des milliers de ratios, des sommes de détails, mais de **mettre en relation** les différents aspects de l'analyse financière, dans chaque partie et au niveau global. Chaque partie proposera en outre des exercices qui peuvent se traiter « à la main », un peu comme à l'examen final – **qui peut néanmoins proposer des sujets théoriques à développer**. Ces exercices seront pour certains à présenter mais ne seront pas « quantitativement notés » : la communication entre les étudiants – recommandée, évidemment – empêchant une prise en compte « **objective** » des résultats individuels. Cependant, il sera tenu compte – très « **subjectivement** » - de votre effort, de votre originalité et autres qualités de vos traitements dans la note de contrôle continu qui sera modifiée, marginalement, par cette participation active.

Le cas que **chaque**<sup>4</sup> étudiant devra produire suivra la démarche du cours et **sera remis en trois « tranches », en suivant le planning** : *les stocks* (analyse des bilans des trois - ou plus - derniers

---

<sup>1</sup> Pour qui s'intéresse à ces questions, voir par exemple le Hors-série de la revue *Sciences humaines*, décembre 2001, janvier février 2002, *Les sciences de la cognition*. Au modèle de l'apprentissage par la **pratique** de Piaget s'opposent des modèles plus **structuralistes**, tels celui de Noam Chomsky ou de Jerry Fodor ; l'intelligence « ressemble » alors à l'intelligence artificielle que les ordinateurs essaient d'élaborer. Une confrontation eut lieu en France en 1975 entre ces deux écoles.

<sup>2</sup> La partie **rentabilité-risque** n'est pas intégrée à ces cas : l'aspect quantitatif est très secondaire, comparé aux questions théoriques soulevées .

<sup>3</sup> On arrêtera l'analyse, commencée au début des années 90, à la fin de la décennie, quand le Groupe TOTAL intègre le petit PETROFINA puis celui qui fut le leader incontesté des pétroliers français, ELF, création gaulliste mieux connu actuellement par ses « affaires ». L'analyse récente sera néanmoins présentée rapidement, quand vous serez allé chercher l'information sur la « toile ».

<sup>4</sup> Il n'est pas question de se mettre à plusieurs pour traiter un cas ; mais encore une fois vous avez le droit et le devoir de vous entre aider.

exercices) ; *les flux* (comptes de résultat et tableaux de flux de trésorerie) ; *rentabilités et risques*. Les deux premières « tranches » seront notées pour chacune 25 %, la dernière – qui **doit** reprendre les deux premières, pour 50 %<sup>1</sup>. Ces cas peuvent être construits à partir des communications financières des entreprises sur la « toile ». Il ne s'agit pas de recopier les comptes et les ratios, mais de les analyser de façon critique avec les instruments proposés dans le cours.

---

<sup>1</sup> Vous commencez à faire des calculs de ratios et à mettre en pratique la méthode des scores...