

# 2 L'analyse de la structure financière

## *Les différentes conceptions*

La structure financière d'une entreprise dépend principalement des contraintes technico-économiques liées à la nature des activités développées et des décisions stratégiques prises en matière d'investissement et de financement. Les critères et les instruments mis en œuvre pour son analyse procèdent d'une triple conception du bilan et de l'équilibre financier qu'il exprime.

### ***La conception patrimoniale***

Pendant plusieurs décennies et jusqu'au début des années soixante-dix, les règles de l'orthodoxie financière étaient celles de la conception patrimoniale de l'entreprise utilisées initialement par les banquiers. Centré sur la solvabilité et la liquidité, l'équilibre financier de l'entreprise est apprécié à travers sa capacité à couvrir ses engagements exigibles par ses actifs liquides.

### ***La conception fonctionnelle***

À partir du premier choc pétrolier et de la période de stagflation qui a suivi, l'analyse financière s'est interrogée, avec retard, sur l'origine des difficultés de trésorerie des entreprises confrontées au financement de besoins permanents liés à leur fonctionnement courant. Dans l'approche fonctionnelle classique développée par la Centrale de bilans de la Banque de France à partir de 1975, la structure financière est représentée sous forme de stocks d'emplois et de ressources engagés dans les différents cycles inhérents au fonctionnement de l'entreprise. L'équilibre financier sous-jacent à cette conception est apprécié à travers l'aptitude de l'entreprise à financer ses emplois stables par des ressources stables. Dans l'analyse statique du

risque de défaillance, le critère de stabilité des emplois et des ressources a remplacé celui de maturité des actifs et des dettes. Enfin, au cours des années 1980, les comportements financiers des entreprises ont évolué sous l'influence de trois phénomènes majeurs : le niveau élevé des taux d'intérêt réels, la modernisation et le développement des marchés de capitaux, la croissance et la diversification des instruments financiers. Les innovations financières ont permis aux entreprises d'élargir leur gamme de ressources et de moyens de placement et d'assurer une plus grande flexibilité de leur gestion de la dette.

## ***La conception « pool de fonds »***

Le renforcement de la part des fonds propres dans les ressources de l'entreprise a redonné une place majeure à l'actionnaire dans le financement de la croissance après des décennies d'économie d'endettement et a conduit à mettre davantage l'accent sur les préoccupations de rentabilité. Ces évolutions ont favorisé le développement d'une analyse de la structure financière des grandes entreprises fondée sur les arbitrages rentabilité-risque opérés lors des décisions d'investissement et de financement. L'équilibre financier découlant de cette optique est respecté lorsque le rendement du portefeuille d'actifs couvre le coût du capital. Autrement dit, la rentabilité des actifs doit permettre de satisfaire les actionnaires après avoir rémunéré les prêteurs.

## *La couverture des dettes exigibles par les actifs liquides*

### **Principe**

L'équilibre financier de l'analyse patrimoniale est défini par la contrainte de solvabilité qui s'impose à toute entreprise. Son appréciation repose sur la confrontation entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des engagements mises en évidence par la structure à terme du bilan financier.

## ***La conception patrimoniale de l'équilibre financier***

### **• Définition**

La définition de l'équilibre financier d'une entreprise peut être cernée par référence à des normes elles-mêmes déterminées par le contexte et les

objectifs de l'analyse financière. Ces normes renvoient à des visions différentes de l'entreprise qui ont évolué au fil du temps. La conception patrimoniale de l'équilibre financier est la plus ancienne et a constitué l'approche dominante de l'analyse financière jusqu'au début des années soixante-dix.

Selon cette conception, le bilan est un inventaire à un instant donné des biens physiques ou financiers et des dettes de l'entreprise réalisé afin d'évaluer le patrimoine des actionnaires ou associés. Celui-ci est mesuré par l'actif net ou les capitaux propres, différence entre les actifs et les dettes externes.

ACTIF	PASSIF
Biens physiques ou financiers (droits et avoirs)	Patrimoine (capitaux propres)
	Dettes (obligations)

## • L'actif net

À l'origine de l'analyse financière, l'actif net était censé constituer pour les créanciers de l'entreprise une garantie de sa solvabilité. Évalué dans une perspective liquidative, il est un indicateur de la capacité de l'entreprise à faire face à l'ensemble de ses dettes à partir des ressources dégagées par la vente des actifs et le recouvrement des créances. Avant les années cinquante, la valeur patrimoniale d'une entreprise, c'est-à-dire son actif net, représentait, avec la fortune personnelle des dirigeants, la garantie exigée par les banques pour l'octroi d'un prêt. L'importance de l'actif net, ou sur le plan comptable, des fonds propres demeure encore aujourd'hui un indicateur de la marge de sécurité offerte par une entreprise en cas d'accident conjoncturel.

Cette appréciation de la solvabilité qui repose sur une optique de liquidation de l'entreprise est apparue au cours des années cinquante inadaptée à la pratique de la vie des affaires et à l'analyse du risque de faillite à court terme.

## • Le fonds de roulement

Progressivement, la solvabilité courante a été évaluée à travers la capacité de l'entreprise à faire face à ses dettes exigibles à partir de ses actifs les plus liquides.

Déterminé par le point de vue des créanciers, l'équilibre financier de la conception patrimoniale met l'accent sur l'adéquation entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs.

### La liquidité d'un actif

Elle dépend de la possibilité de le transformer rapidement et sans perte de valeur en monnaie.

### L'exigibilité d'une dette

Elle dépend de son échéance et de la capacité du créancier à en demander l'exécution immédiate. La structure du bilan patrimonial repose sur la maturité des actifs et des dettes. Il considère comme actifs réalisables à court

terme les actifs dont le délai de transformation en monnaie est inférieur à une année et comme dettes exigibles les dettes à moins d'un an.

La couverture des engagements exigibles par les actifs liquides est appréciée à travers le fonds de roulement net, calculé par différence entre les actifs réalisables à court terme et les dettes à court terme. Pendant de nombreuses années, cet indicateur a constitué le principal critère financier de décision d'octroi des crédits bancaires à court terme et de jugement de la santé financière d'une entreprise.

## L'étude de la structure financière patrimoniale

L'analyse de l'adéquation de la structure à terme des actifs et des passifs repose sur un indicateur de solvabilité, le fonds de roulement net, et des ratios de liquidité et d'endettement. Sa mise en œuvre suppose au préalable de retraiter le bilan comptable imposé par le PCG.

### La construction du bilan patrimonial

Comme l'indique la structure du bilan patrimonial présenté ci-après, les actifs de l'entreprise sont classés selon leur degré de liquidité et les passifs selon leur degré d'exigibilité.

	ACTIF	PASSIF	
Classement par ordre croissant de liquidité monétaire	Actifs à long terme (à + 1 an) (hors actifs sans valeur)	Capitaux propres (après déduction des actifs sans valeur)	Classement par ordre croissant d'exigibilité
	Immobilisations en valeur nette	Dettes à moyen et long terme (à + 1 an)	
	Actifs à court terme (à - 1 an)	Dettes à court terme (à - 1 an)	
	- stocks - créances - disponibilités		

L'établissement de la structure financière patrimoniale à partir du bilan comptable du PCG requiert deux catégories de retraitements de l'information publiée par les entreprises : d'une part, un ajustement des valeurs comptables afin notamment d'éliminer les actifs considérés comme non-valeurs et redresser les passifs en vue de déterminer les engagements réels de l'entreprise, d'autre part, un reclassement de l'actif et du passif du bilan en fonction des critères de liquidité et d'exigibilité.

### • Les ajustements des valeurs comptables

#### Les actifs de l'entreprise

Un des objectifs du bilan patrimonial ou financier est de permettre l'évaluation du patrimoine de l'entreprise. Celle-ci suppose une estimation des actifs

à leur valeur vénale. À défaut de pouvoir procéder aux réévaluations nécessaires, par exemple des terrains ou des immeubles, sources de plus-values latentes ou aux dévaluations par exemple des stocks ou des créances clients, on conservera les valeurs nettes comptables. La recherche de la valeur patrimoniale de l'entreprise implique également l'élimination des actifs qui n'ont pas de valeur économique dans une optique liquidative. Considérés comme actifs fictifs ou non-valeurs, ils sont à éliminer de l'actif et viennent en déduction des capitaux propres. Ces non-valeurs correspondent pour l'essentiel à des charges activées au bilan en application de dispositions réglementaires. Ces dernières offrent la possibilité d'étaler sur plusieurs exercices l'incidence de charges afférentes à des opérations liées à la création et/ou au développement des entreprises. Il s'agit des frais d'établissement et des frais de recherche-développement regroupés dans les immobilisations incorporelles ainsi que des charges à répartir incluses dans les comptes de régularisation de l'actif. Les non-valeurs comprennent également les primes de remboursement des obligations dont l'inscription à l'actif du bilan et l'amortissement permettent de différer l'impact sur le résultat ainsi que les écarts de conversion-actif révélateurs de pertes de change latentes.

### **Les dettes de l'entreprise**

L'évaluation de la totalité des dettes de l'entreprise nécessite de prendre en compte les engagements hors bilan tels que les loyers de crédit-bail restant à courir et le crédit client financé sous forme de mobilisation d'effets de commerce non échus, de cession de créances ou d'affacturage. Elle requiert également l'inscription au passif du bilan financier des dettes fiscales latentes afférentes aux reprises de résultats des exercices ultérieurs des subventions d'investissement et des provisions réglementées ou résultant des ajustements de valeur de l'actif. Le retraitement des effets escomptés non échus consiste à reclasser leur montant au passif en dettes financières à court terme et à l'actif dans l'en-cours client. La réintégration du crédit-bail dans une optique patrimoniale conduit à reclasser dans les dettes financières à long terme le montant hors frais financiers des loyers restant à courir à plus d'un an et dans les dettes financières à court terme le loyer dont l'échéance est à moins d'un an. Leur contrepartie est inscrite à l'actif dans les immobilisations corporelles. Elle correspond à la valeur nette comptable hors prix d'achat résiduel de l'immobilisation financée par crédit-bail.

#### **• Les reclassements**

La seconde catégorie de retraitements du bilan comptable publié par l'entreprise consiste, à partir des informations communiquées dans l'annexe, à reclasser les actifs en fonction de leur degré de liquidité et les passifs selon leur degré d'exigibilité réelle. Comme nous l'avons déjà vu, le regroupement des encours du bilan sur la base de leur maturité conduit à distinguer les éléments d'actif et de passif à court terme (moins d'un an) et à long terme (plus d'un an).

## Les principaux reclassements à opérer

Ils concernent à l'actif les immobilisations financières tels que les prêts dont la fraction remboursable à moins d'un an doit être reclassée dans l'actif à court terme ainsi que les stocks ou créances dont l'échéance est à plus d'un an qui doivent être inclus dans l'actif immobilisé. Au passif, les reclassements concernent pour l'essentiel les postes suivants : le résultat dont la partie distribuable est reclassée dans les dettes diverses à court terme, les provisions pour risques et charges à ventiler selon leur maturité en dettes à court terme ou à long terme, les emprunts et les concours bancaires courants dont le remboursement est à moins d'un an sont à inclure dans les dettes financières à court terme, les comptes courants d'associés bloqués doivent être considérés comme des dettes financières à long terme, les avances reçues des clients ainsi que les dettes d'exploitation doivent être ventilées selon leur échéance. Le reclassement de ces dernières rubriques et des postes de l'actif circulant ne concerne en principe que les secteurs d'activité à cycle long tels que le BTP, l'électronique de défense, l'industrie du nucléaire, l'ingénierie, le secteur du champagne ou du cognac.

## Difficultés particulières

L'analyse de la majeure partie des postes du bilan ne présente pas de difficultés particulières. En revanche, la multiplication des financements de type hybride, tels que les obligations à bons de souscription d'action (OBSA) et les obligations convertibles ou remboursables en actions (OCA et ORA), pose à l'analyste un véritable problème de classification et de ventilation de la rubrique « Autres fonds propres » entre capitaux propres et endettement. L'évaluation des parts de fonds propres et de dettes financières contenues dans ce type de financement demande de vérifier la réalité de la maîtrise économique du remboursement par l'émetteur ainsi que le mode de rémunération et de remplacer l'option de conversion ou de souscription en équivalent actions et dettes. Les émissions d'obligations pourvues d'une clause de conversion ou de souscription en actions, quelle que soit l'évolution de la situation financière de l'entreprise émettrice, peuvent être assimilées à des ressources propres. Pour les autres émissions, le partage entre fonds propres et dettes s'avère délicat en pratique et suppose par exemple, pour les obligations convertibles en actions, l'estimation de trois paramètres : le nombre d'actions offert par obligation convertible, la sensibilité du prix de l'option ou *premium* par rapport à la volatilité du cours de l'action, le coefficient de probabilité que l'option de conversion soit exercée. À défaut de pouvoir réaliser cette évaluation, on classera ce type de financement en dettes financières.

## Le fonds de roulement patrimonial

### • Calcul selon deux méthodes

À partir d'un bilan financier, le fonds de roulement net peut être déterminé de deux façons, soit par les postes du « bas de bilan » comme le précé-

nise l'analyse financière anglo-saxonne, soit par les éléments du « haut de bilan » :

---

$$\text{FR} = \text{Actifs à moins d'un an} - \text{Dettes à moins d'un an}$$
$$\text{FR} = \text{Capitaux permanents (capitaux propres et dettes à + 1 an)} - \text{Actifs à long terme}$$

---

Les deux méthodes aboutissent au même montant. Mais si l'on souhaite apprécier les conditions de l'équilibre financier patrimonial, il est préférable de le calculer par différence entre les actifs circulants ou réalisables à court terme et les dettes à court terme. Le fonds de roulement est censé représenter dans ce cas un volant de sécurité, une marge financière que l'entreprise doit constituer pour faire face à l'asymétrie des risques des actifs et des dettes. La liquidité des actifs à court terme est incertaine alors que l'exigibilité des dettes à court terme est certaine. Le fonds de roulement net constitue pour les banques la garantie du remboursement du crédit à court terme accordé en cas de perte d'actif circulant à la suite, par exemple, du non-recouvrement d'une créance ou d'une évolution défavorable du prix du marché et/ou de la demande des articles en stocks.

#### • **Fonds de roulement net positif**

Dans les secteurs d'activité où la rotation des actifs circulants est comparable à celle des dettes à court terme, un fonds de roulement net positif est interprété comme une mesure de la solvabilité courante de l'entreprise.

#### • **Fonds de roulement net négatif**

À l'inverse, un fonds de roulement négatif est un indice défavorable en matière de solvabilité et peut traduire des difficultés financières pour l'entreprise. Ces normes d'appréciation de l'équilibre financier ne peuvent être généralisées à l'ensemble des entreprises. Ainsi, lorsque la rotation des actifs à court terme est plus rapide que celle des dettes à court terme, comme c'est le cas pour le secteur de la grande distribution, l'équilibre financier courant de l'entreprise peut être assuré malgré un fonds de roulement nul ou négatif. Dans cette hypothèse, l'appréciation de l'équilibre financier à l'aide du fonds de roulement doit être complétée par les délais de rotation des encours du « bas de bilan » (cf. infra).

### Les ratios de liquidité et d'endettement

#### • **Les ratios de liquidité**

##### **Définition**

L'analyse de la solvabilité et de la liquidité de l'entreprise peut être également réalisée à partir de ratios. Outil traditionnel de l'analyse financière, la

méthode des ratios consiste ici à établir des rapports entre deux éléments du bilan afin d'en tirer une conclusion ou un moyen de comparaison (dans le temps ou dans l'espace).

Trois ratios de liquidité sont utilisés dans l'analyse patrimoniale :

$$\begin{aligned} \text{Ratio de liquidité générale} &= \frac{\text{Stocks} + \text{Créances} + \text{Disponibilités et Valeur mobilière de placement (VMP)}}{\text{Dettes à court terme}} \\ \text{Ratio de liquidité restreinte} &= \frac{\text{Créances} + \text{Disponibilités et VMP}}{\text{Dettes à court terme}} \\ \text{Ratio de liquidité immédiate} &= \frac{\text{Disponibilités et VMP}}{\text{Dettes à court terme}} \end{aligned}$$

### Interprétation

Ces ratios doivent être interprétés avec prudence. Un ratio de liquidité générale supérieur à 1 traduit un fonds de roulement net positif. Il peut être comparé aux valeurs observées chez les entreprises concurrentes ou ayant le même type d'activité ainsi qu'aux valeurs atteintes par l'entreprise au cours des exercices précédents.

Un ratio de liquidité restreinte ou immédiate nettement inférieur à 1 peut traduire de graves difficultés de paiement ou, à l'inverse, une gestion de trésorerie zéro.

## • Les ratios d'endettement

### Définition

L'indépendance financière de l'entreprise, vis-à-vis de ses créanciers, est appréciée à travers les ratios d'endettement. La comparaison de ces ratios aux normes bancaires usuelles est un moyen d'estimer la capacité d'endettement de l'entreprise.

Deux ratios principaux sont utilisés :

$$\text{Ratio d'endettement global} = \frac{\text{Dettes totales}}{\text{Capitaux propres}}$$

### Interprétation

Selon les normes bancaires courantes, un ratio supérieur à 2 indique une capacité d'endettement saturée.

$$\text{Ratio d'endettement à terme} = \frac{\text{Dettes à long et moyen terme}}{\text{Capitaux propres}}$$

La capacité d'endettement à terme est en principe saturée avec un ratio > 1. Cette norme s'explique par la volonté des banquiers de ne pas prendre plus de risques que les actionnaires de l'entreprise. En admettant un ratio nettement supérieur à 1, le prêteur maximise son risque lorsque l'effet de levier d'endettement devient négatif (voir pp. 91 et 92).

## Les limites de l'analyse patrimoniale

- **Remise en cause de son utilité**

L'observation de situations concrètes a montré, au cours des années 1970, que le fonds de roulement patrimonial ne constituait pas en soi un indicateur incontestable de la garantie de liquidité de l'entreprise et de la détection du risque de faillite. Des entreprises disposant d'un fonds de roulement positif se sont avérées insolvables alors que d'autres assuraient leur solvabilité avec un fonds de roulement nul ou négatif.

- **Manque de signification des indicateurs**

La remise en cause de l'utilité du fonds de roulement s'est accompagnée de critiques radicales concernant sa signification. Fondée sur une norme relativement fruste, l'exigence d'un fonds de roulement positif, l'analyse patrimoniale n'apporte pas de réponse satisfaisante au problème de la détermination du niveau optimum de fonds de roulement. En tant que tel, cet indicateur n'a pas de signification absolue. Cela s'applique également aux ratios de liquidité dont la pertinence de l'analyse suppose de connaître les délais de rotation des actifs circulants et des dettes à court terme.

- **Défaut de précision des indicateurs**

Les autres limites de l'approche patrimoniale de la structure financière tiennent au critère retenu pour mesurer le degré de liquidité des actifs et le degré d'exigibilité des dettes ainsi qu'à la validité des ratios d'endettement utilisés pour évaluer la capacité d'emprunt ou l'autonomie financière d'une entreprise. Le classement et le rapprochement des actifs et des dettes selon leur maturité à plus ou moins un an apparaissent relativement grossiers pour une analyse fine du risque d'illiquidité de l'entreprise. Les stocks sont considérés a priori comme plus liquides qu'un immeuble de rapport ou des titres de participation dans une société cotée alors que ceux-ci peuvent s'avérer dans certains cas réalisables plus rapidement et sans perte de valeur. Le passif à court terme considère comme équivalentes des dettes de nature et d'échéance différentes. Il regroupe ainsi les dettes exigibles à 1 mois et les dettes à 10 mois d'échéance et traite de la même façon un crédit de trésorerie renouvelable et une dette vis-à-vis d'un fournisseur de biens ou de services dont l'échéance devra être respectée.

Pour différentes raisons, les ratios d'endettement doivent être interprétés avec prudence et les normes standards appliquées avec discernement. Les ratios d'endettement ne permettent pas d'apprécier de façon précise les risques courus par les entreprises dans la mesure où il n'y a aucune différence entre un endettement sur 7 ans et un endettement sur 15 ans alors que le premier présente plus de danger que le second en raison du montant d'annuité plus important qu'il implique. Fondés sur des données statiques, ils constituent une approche imparfaite de la capacité d'emprunt d'une entreprise et de son aptitude à faire face à ses engagements à partir des res-

sources dégagées par ses activités. Ainsi, au fur et à mesure que l'entreprise rembourse ses emprunts, son ratio d'endettement s'améliore alors qu'en raison de la constance des annuités, elle doit assumer des sorties de trésorerie identiques.

\*

\*

\*

Notion centrale de l'approche patrimoniale, le fonds de roulement net a été l'un des premiers concepts utilisés en analyse financière et celui qui aura eu jusqu'à présent la durée de vie la plus longue. Introduit aux alentours de 1930, il a marqué un progrès dans l'analyse de la solvabilité par rapport à la méthode de l'actif net. Mais défini, dans une optique liquidative, comme une marge de sécurité financière et assimilé à une mesure de la situation de trésorerie, il est apparu, à partir des années soixante, peu adapté à l'analyse du fonctionnement courant des entreprises dans un contexte de croissance où prédominent la continuité des activités et le financement des besoins du cycle d'exploitation. Si la notion même de fonds de roulement n'a pas été abandonnée, elle a fait l'objet d'un profond renouvellement dans le cadre de l'approche fonctionnelle de la structure financière.

## *La couverture des emplois stables par les ressources stables*

### **Principe**

L'analyse fonctionnelle a pour objet d'apprécier l'équilibre financier et le risque de défaillance d'une entreprise à travers les modalités de couverture de ses emplois et de ses ressources. Issue du schéma d'enchaînement des comptes des entreprises adopté par la Comptabilité nationale et de l'analyse financière proposée par certains banquiers au début de la décennie 70, l'approche fonctionnelle de l'entreprise a été développée sous sa forme la plus orthodoxe par la Centrale de bilans de la Banque de France entre 1975 et 1987. Elle a également influencé la structure et l'interprétation des états de synthèse du PCG 1982.

Considérée, à l'origine, comme un progrès dans l'analyse du risque de faillite, par rapport au courant patrimonial, l'analyse fonctionnelle fondée sur la relation fondamentale de trésorerie a fait cependant l'objet de nombreuses critiques. Ces dernières concernent la conception de l'équilibre financier qu'elle développe ainsi que les agrégats qui permettent de l'apprécier.