

Ouvrage conçu et coordonné par  
Hervé Hutin

# Toute la finance

Quatrième édition

© Groupe Eyrolles, 1998, 2002, 2005, 2010  
ISBN : 978-2-212-54519-7

**EYROLLES**

Éditions d'Organisation

# TOUTE LA FINANCE *EN UN COUP D'ŒIL*

LES AUTEURS : p. VI

Avant-propos : p. IX

Introduction : p. 1

## 1<sup>re</sup> partie ÉVALUER LES PERFORMANCES : L'ANALYSE FINANCIÈRE

- Chap. 1 Concepts fondamentaux de l'analyse financière, p. 25
- Chap. 2 Rappels d'éléments comptables pour l'analyse financière, p. 47
- Chap. 3 Analyse financière, p. 93
- Chap. 4 Audit, p. 245
- Chap. 5 Consolidation et analyse d'états consolidés, p. 275

## 2<sup>e</sup> partie DÉFINIR POUR DÉCIDER : POLITIQUE ET STRATÉGIE

- Chap. 6 Politique financière de l'entreprise, p. 319
- Chap. 7 Évaluer et sélectionner les investissements, p. 363
- Chap. 8 Choisir et planifier les financements, p. 443

## 3<sup>e</sup> partie PRÉVOIR POUR POUVOIR : DÉCISIONS OPÉRATIONNELLES

- Chap. 9 Gestion prévisionnelle et budgétaire, p. 473
- Chap. 10 Relations entreprise-banque et gestion de trésorerie, p. 521
- Chap. 11 Gestion du risque client et crédit management, p. 577
- Chap. 12 Gestion du risque de taux et marchés financiers, p. 601
- Chap. 13 Gestion du risque de change et trésorerie internationale, p. 711

## 4<sup>e</sup> partie MAÎTRISER LES COÛTS ET RESPONSABILISER LES ACTEURS

- Chap. 14 Du contrôle de gestion à la maîtrise des performances de l'entreprise, p. 757
- Chap. 15 Comptabilité de gestion, p. 781
- Chap. 16 Contrôle budgétaire, p. 819

## 5<sup>e</sup> partie INGÉNIERIE FINANCIÈRE

- Chap. 17 Évaluation d'entreprise, p. 835
- Chap. 18 Techniques d'appels de fonds, p. 865
- Chap. 19 Rapprochement, reprise et restructuration, p. 935

## 6<sup>e</sup> partie INTÉGRER LES OUTILS INDISPENSABLES

- Chap. 20 Éléments sur l'environnement économique et institutionnel, p. 979
  - Chap. 21 Mathématiques financières, p. 999
  - Chap. 22 Éléments de fiscalité nationale et internationale, de l'entreprise, p. 1021
  - Chap. 23 Une finance autrement : mutualisme et finances solidaires, p. 1087
- Lexique international de la finance, p. 1103  
Fiches pratiques, p. 1113  
+ suppléments internet, p. II et 1156

## Avant-propos

# Éthique et morale\*

Dans un texte relativement célèbre, le penseur libéral que fut Friedrich A. Hayek dénonçait l'idée même de justice sociale et laissait entendre qu'elle n'était qu'une illusion ou un mirage : « *Il est tentant naturellement d'appeler "juste" un état de choses qui se produit parce que tous ceux qui y ont contribué ont agi justement (ou sans commettre d'injustice) ; mais c'est une vue trompeuse lorsque le résultat, comme dans le cas d'un ordre spontané, n'a pas été l'objet intentionnel des actions individuelles.* »<sup>1</sup>

La question d'une justice dans le domaine de l'économie et de la finance est loin d'être nouvelle. La nécessité d'une moralisation collective sur le simple fait de gagner de l'argent en utilisant de l'argent (mécanisme de l'usure dans la théologie chrétienne) n'est-elle pas l'une des fractures entre catholicisme et protestantisme selon le sociologue Max Weber ?

Pour schématiser à l'extrême, un ultralibéralisme cohérent considérera que les revenus n'ont aucun lien avec la moralité, puisqu'ils sont le simple jeu d'un marché s'autorégulant sans intervention humaine, alors que d'autres courants, plus étatistes, réclameront une morale dans la finance et dans l'échelle des salaires et des rémunérations. Morale contre liberté absolue ? En temps de crise les partisans de celle-ci triomphent aisément, alors qu'en période

---

1. Friedrich A. Hayek, *Droit législation et liberté, Le mirage de la justice sociale*, PUF, 1981, p. 40.

\* Par Pascal Bouvier.

d'expansion les partisans de la « liberté » dominant le paysage idéologique. Cette alternative n'est-elle pas pourtant faussée ?

Si la philosophie comme travail conceptuel a un sens, elle doit permettre de nous éclairer en distinguant la morale de l'éthique, et ainsi de dépasser une alternative trop schématique. L'éthique ne renvoie pas au bien et au mal ; elle renvoie au bon et au mauvais. Elle ne cherche pas à fournir un point de vue transcendant ou divin ; elle se satisfait de valeurs immanentes qui permettent à des individus de vivre ensemble sans trop de conflits. Gilles Deleuze, en travaillant sur la pensée de Spinoza, pouvait écrire : « La morale c'est le jugement de Dieu, le système du jugement. Mais l'éthique renverse le système du jugement. À l'opposition des valeurs (bien-mal), se substitue la différence qualitative des modes d'existence (bon-mauvais). »<sup>1</sup>

Ainsi, l'idée de moraliser la finance ou le capitalisme se fait toujours au nom d'un discours de type théologique ou politique, respectable en soi, mais qui, en approuvant ou en condamnant de façon absolue certaines conduites, n'aperçoit pas l'abstraction de ses positions. Il devient même une sorte d'incantation formelle et commode permettant aux responsables économiques et politiques de se réfugier dans une condamnation de principe sans lendemain. Paradoxalement, le mot « éthique » désigne cette attitude formelle dans le vocabulaire courant et médiatique. L'éthique dont on nous parle n'est bien souvent qu'une moralisation de façade.

Une position éthique authentique consiste, au contraire, à montrer que toutes les dérives spéculatives sont des modes d'existence contradictoires qui, en définitive, sont radicalement mauvais pour l'équilibre de l'économie et de la société, mais elle ne peut pas s'en tenir là ; elle se doit de jouer sur tous les mécanismes possibles (la loi est une solution, mais elle n'est pas la seule) afin de mettre l'économie à sa juste place. Une société sans création de richesses n'est pas envisageable, mais une société qui creuse les inégalités et qui laisse se paupériser une partie d'elle-même n'est plus en bonne santé. En définitive, c'est bien aux catégories du normal et du pathologique que renvoie l'idée d'éthique ; il existe des comportements qui sont des pathologies sociales et qui ne sont ni morales ni immorales, mais tout simplement mauvaises pour l'organisation générale de l'existence commune. Et c'est bien, en effet, comme pour un organisme en temps de crise, que se repose la question des normes. Le philosophe et médecin Georges Canguilhem ne signalait-il pas dans ses études sur le normal et le pathologique que la maladie faisait partie intégrante

1. Gilles Deleuze, *Spinoza, Philosophie pratique*, Éditions de Minuit, 1981, p. 35.

de la vie, mais qu'avec elle, l'individu vivait dans « un nouveau milieu mais rétréci »<sup>1</sup> ? Certains comportements ne sont plus possibles en temps de crise car ils manifestent une incapacité à créer de nouvelles normes. La morale pense disposer de normes éternelles ; l'éthique, au contraire, est toujours créatrice d'un nouvel ordre au sein d'un monde mouvant.

*Pascal BOUVIER*

Professeur agrégé de philosophie

---

1. Georges Canguilhem, *Le normal et le pathologique*, PUF, 2009, p. 121.

## Introduction

# L'évolution de l'environnement a transformé les métiers de la finance\*

La finance a une lourde responsabilité dans le déclenchement et la gravité de la crise actuelle. Sa fonction principale est de trouver les ressources les plus avantageuses permettant de se procurer les moyens industriels et commerciaux nécessaires au fonctionnement de l'entreprise. Cette fonction existe dans tout système économique. Quand la finance s'en éloigne, par exemple, en dérivant vers la spéculation, ou lorsqu'elle recourt à des instruments dont le mode de fonctionnement devient risqué pour la collectivité, et que le système lui-même ne contrôle plus les risques qu'il génère et n'en a même pas idée, alors elle perd son utilité économique première, comme nous le rappellerions dès la précédente édition.

Cette introduction a pour but d'expliquer brièvement la diversification des métiers de la finance, les principes et approches qui ont guidé cet ouvrage et le plan qui le structure. Nul ne peut comprendre, en effet, l'évolution considérable de la fonction financière ces dernières années s'il ignore celle de l'environnement de l'entreprise, sachant que celui-ci structure la configuration des bilans et comptes de résultat. Ainsi, l'évolution de l'environnement (§ 1) a poussé la finance à s'adapter (§ 2), ce qui a provoqué l'élargissement de la fonction et la diversification de ses métiers (§ 3).

---

\* Par Hervé Hutin.

## 1. L'ÉVOLUTION DE L'ENVIRONNEMENT

### 1.1. Le décloisonnement des places financières

À partir des années 1980, le creusement inquiétant des déficits budgétaires et commerciaux aux États-Unis, lié à leur insuffisance d'épargne domestique et à une politique monétaire restrictive, a poussé les autorités américaines à initier le mouvement de décloisonnement des marchés financiers dans le cadre de politiques d'inspiration néolibérales. Dès lors que New York proposait une libre circulation des capitaux étrangers sans prélèvement à la source sur les intérêts et plus-values réalisés par les non-résidents<sup>1</sup>, les autres places financières internationales se devaient d'appliquer les mêmes règles pour éviter la fuite de leur épargne nationale.

Le décloisonnement des places financières s'est donc accompagné d'un mouvement de déréglementation planétaire et a été renforcé par les progrès fulgurants de l'informatique et des télécommunications. Aujourd'hui, il est possible à tout moment de comparer le rendement des placements entre marchés de capitaux intégrés à l'échelle mondiale. L'argent se place où il est le mieux rémunéré, d'où une comparaison incessante des taux d'intérêt offerts, des taux de change qui y sont liés et des anticipations correspondantes.

Ainsi, l'interconnexion des places s'est traduite de façon mécanique par l'interdépendance des taux d'intérêt, compte tenu du niveau des taux de change et des taux d'inflation. Ce « Système financier international »<sup>2</sup>, substitut *de facto* du Système monétaire international (SMI) de Bretton Woods, a contribué à multiplier les risques. Ce système a accru à la fois l'efficacité des transferts de fonds et les possibilités d'arbitrages sur les sources de financement ou de placement, mais simultanément la vitesse de propagation des crises. Les mesures prises par le G20 en 2009 au sujet des paradis fiscaux ou de la rémunération des traders sont loin d'assurer la régulation dont le système a besoin.

- 
1. Notamment avec les IBF (International Banking Facilities) en 1981, permettant aux non-résidents d'ouvrir des comptes échappant à toute réglementation fiscale et bancaire.
  2. Il s'agit bien d'un système dans la mesure où il constitue un ensemble cohérent, même si aucun traité international ne l'a créé ni ne le régle (d'où le problème grave des limites de son autorégulation).

## 1.2. La multiplication des risques

Cette interdépendance a fait naître un risque systémique qui s'est révélé à un niveau régional lors de la crise asiatique en 1997, et à un niveau mondial lors de celle des *subprimes*. Mais la multiplication des risques se situe aussi à trois autres niveaux :

### 1.2.1. Risque de change

Le régime des changes flottants apparu dans les années 1970 avec l'éclatement du SMI s'est traduit par l'apparition du risque de change. Le fait n'est pas nouveau, mais, combiné à l'intensification des échanges internationaux et au décloisonnement des marchés, il se traduit par une aggravation de ce risque et peut peser lourd sur le compte de résultat des entreprises. Ainsi, une créance en dollars sur un client américain génère un risque de change dans l'hypothèse d'une baisse du dollar d'ici l'échéance. La réalisation de l'UEM a supprimé en totalité le risque de change entre les pays participants, mais nullement le risque lié aux monnaies extérieures.

Le développement des investissements directs a renforcé ce mouvement d'internationalisation. La transmission instantanée des données l'a accéléré. Selon le rapport de la Banque des règlements internationaux (BRI), il s'échangeait quotidiennement plus de 1 500 milliards de dollars par jour sur les marchés en 1998, 3 200 en 2007 (BRI, 2008). Les quantités en jeu sont donc considérables. En prenant comme référence le volume du commerce international pour cette même année, soit 17 000 Mds \$<sup>1</sup>, les besoins en devises des entreprises pour leurs transactions commerciales sont devenus marginaux par rapport aux transactions purement financières.

La sphère financière s'auto-alimente et perturbe les anticipations fondées sur les facteurs réels, d'où la difficulté accrue de prévoir les cours des devises. Quant aux réserves de change des banques centrales, elles sont devenues dérisoires par rapport aux volumes échangés (1 501,2 Mds US\$ d'encours fin 2007 pour les pays industrialisés) pour pouvoir intervenir efficacement sur les marchés des changes, sauf à se coordonner. Dans un contexte de liberté de circulation des capitaux, le recours possible aux taux d'intérêt comme outil de régulation des taux de change se heurte à son utilisation comme outil de régulation monétaire (*cf.* le triangle des incompatibilités de Mundell et Fleming) dont les fluctuations contribuent au deuxième type de risque.

---

1. 13 968 Mds\$ pour les exportations mondiales de marchandises et 2 970 Mds\$ pour celles de services selon le rapport de l'OMC, soit un total de 16 938 Mds\$.

### 1.2.2. *Risque de taux*

Devenu le principal outil de régulation de la politique monétaire, les taux d'intérêt ont vu leur volatilité s'accroître, et ce d'autant plus qu'ils sont liés aux taux de change : un différentiel de taux d'intérêt entre deux monnaies se traduira par un afflux de capitaux sur la plus rémunératrice et modifiera ainsi la parité des changes entre elles, toutes choses égales par ailleurs.

Cette volatilité des taux d'intérêt se traduit par un risque :

- si l'entreprise s'endette à taux fixe, elle est sûre de son coût mais s'interdit de profiter d'une éventuelle baisse des taux ;
- si l'entreprise s'endette à taux variable, elle anticipe une baisse qui réduira le coût de son emprunt mais s'expose au risque de le voir augmenter en cas de hausse des taux.

En cas d'insuffisance de leur autofinancement, les entreprises sont placées devant l'alternative classique :

- s'endetter pour investir, avec le risque d'une rentabilité inférieure au coût de l'endettement ; donc celui d'un effet de levier négatif ;
- ne pas investir, mais risquer de perdre leur compétitivité.

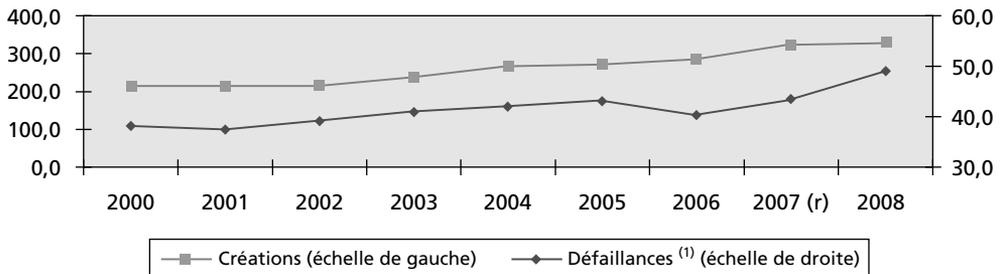
Dans la zone euro, la convergence vers un marché monétaire unifié s'est accompagnée d'une baisse des taux d'intérêt entre 2000 et 2003, puis d'une remontée après mi-2005, jusqu'à ce que la crise pousse la BCE à renverser la tendance à partir de fin 2008 et en 2009, et faire converger ses taux courts à des niveaux historiquement bas ; de la même façon que les banques centrales américaines, anglaises ou japonaises notamment, par des mesures exceptionnelles de détente monétaire.

### 1.2.3. *Risque client*

Le risque client, plus classique, consiste en l'éventualité de ne pouvoir recouvrer une créance. La défaillance d'un client important étant une des premières causes de la défaillance des entreprises, le suivi de leur liquidité et de leur solvabilité est devenu une préoccupation primordiale de celles-ci. Ce risque peut s'apprécier par le niveau des défaillances des entreprises et est fortement dépendant de l'activité économique. Les défaillances sont reparties à la hausse depuis 2007, atteignant des niveaux de dix ans antérieurs (plus de 50 000 en 1997), qui représentaient alors une décrue par rapport au pic de 1993, année de récession. Cet accroissement est dû d'abord à la vigueur antérieure des créations (forte mortalité des entreprises nouvelles), puis à la crise.

Le niveau longtemps élevé des taux courts jusqu'au milieu des années 1990 a favorisé le développement du crédit interentreprises comme mode de financement à court terme : en 1994, la proportion de dettes fournisseurs dans le passif des entreprises était deux fois et demie plus importante en France qu'au Royaume-Uni. Quinze ans plus tard, en 2009, les écarts se sont réduits grâce notamment à la décrue des taux et au rôle du législateur. La durée du crédit client reste de 60 jours en moyenne en France<sup>1</sup> contre 49 en Grande-Bretagne<sup>2</sup> et 45 en Allemagne.

**Figure 1. Défaillances d'entreprises (en milliers) :**  
le risque client remonte depuis 2007



(1) en date de jugement

Sources : Insee, REE (Répertoire des entreprises et des établissements - Sirene), BODACC.

### 1.3. L'intensification de la concurrence

L'internationalisation des marchés, combinée à la relative saturation des plus solvables d'entre eux, explique la forte intensité de la concurrence aujourd'hui et l'impératif de compétitivité qui en résulte pour les entreprises. Mobilisation des ressources humaines, innovation de produits et maîtrise de l'évolution technologique comptent parmi les facteurs déterminants du succès de l'entreprise. La finance y joue également un rôle important :

- *Les conditions de paiement ou les modalités de financement* attendant à la vente d'un produit ou d'un équipement sont devenues des éléments différenciateurs de l'offre qui permettent de plus en plus d'enlever un marché.

1. Entre 62,8 et 65,4 jours selon la taille, « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 2007 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 174, juillet-août 2008.

2. Intrum Justitia, *European Payment Index*, 2008.

- *L'accès à une taille critique* permettant de se positionner efficacement en termes de compétitivité passe aujourd'hui davantage par des opérations de croissance externe, d'où le développement de l'ingénierie financière (évaluation de sociétés, fusions, acquisitions...). Racheter une entreprise, c'est s'approprier une technologie, des laboratoires de recherche, des réseaux commerciaux ou des produits complémentaires. L'évaluation en est délicate et, si les montages financiers sont sophistiqués, cela ne doit pas faire oublier qu'une des conditions essentielles du succès d'une fusion tient d'abord aux ressources humaines.
- *L'internationalisation* des entreprises s'accompagne toujours d'une étude financière et juridique pour juger de l'opportunité de l'implantation sur un marché étranger. Les investissements directs à l'étranger ont connu une croissance quasi exponentielle jusqu'en 2000, pour ralentir puis repartir à nouveau, leur origine incluant désormais les pays émergents.
- *Les outils de prévision, d'évaluation et de suivi* permettant d'améliorer la rapidité et la qualité des décisions sont devenus plus que jamais nécessaires pour réagir à l'évolution des marchés et de la concurrence.

L'interdépendance des économies comme l'importance du contexte géopolitique compliquent davantage les prévisions en ajoutant des facteurs d'incertitude : le tremblement de terre de Kobe, les crises monétaires ou financières en Amérique du Sud ou en Asie, les attentats de 2001, l'entrée de la Chine dans l'OMC ou les tensions au Moyen-Orient provoquent des turbulences économiques à l'échelle mondiale. Il n'est que d'évoquer la réaction en chaîne provoquée par la crise des *subprimes*. Les entreprises françaises qui échangent plus d'un quart de leur production avec l'étranger sont soumises à ces turbulences qui se traduisent concrètement au niveau de leur compte de résultat : variations du dollar, impact sur les frais financiers, variation du cours des matières premières, modification des marges ou des volumes à l'export... Tout cela pèse sur l'activité et la rentabilité.

L'internationalisation ouvre de nouveaux marchés mais rend les entreprises plus vulnérables à cette interdépendance.

## 2. L'ADAPTATION DE LA FINANCE À SON ENVIRONNEMENT

L'adaptation de la finance à cet environnement était nécessaire par des réformes (§ 2.1.) et le renouvellement des méthodes (§ 2.2.). La situation financière des entreprises françaises a évolué dans ce contexte (§ 2.3.).

## 2.1. La réforme des marchés et des institutions

L'objectif est double : améliorer les conditions de financement direct et mettre en place des outils de couverture contre les risques de change et de taux. Des transformations sont engagées dès les années 1970 aux États-Unis, et gagnent l'Europe à partir des années 1980 dans un cadre théorique fortement marqué par le néolibéralisme.

### *Réformes et innovations des marchés français*

- Création du Second Marché (février 1983),
- Élargissement du marché monétaire et apparition de nouveaux titres de créances négociables (1985),
- Création du MATIF (février 1986) et du MONEP (septembre 1987) proposant des instruments de couverture des risques,
- Cotation en continu (juin 1986),
- Libéralisation des conditions de courtage (juillet 1989),
- Libération des mouvements de capitaux dans la Communauté européenne (juillet 1990),
- Constitution de nouveaux indices (SBF 120 et 250 en 1993, MidCAC en 1995),
- Création du Nouveau Marché (février 1996),
- Adaptation des indices, des taux et des produits à l'euro (Euro-Stoxx, EONIA, contrats Euribor...),
- Loi de Modernisation des activités financières (1996),
- Loi sur la Sécurité financière (2003),
- Regroupement des Bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles puis Lisbonne et Madrid dans Euronext après 2000,
- Rapprochement de Euronext avec le NYSE (*New York Stock Exchange*),
- Refonte du Premier, du Nouveau et du Second Marchés dans Eurolist et Alternext après 2005.

Ces réformes des marchés s'accompagnent de réformes des institutions : le système bancaire est réformé par la loi de janvier 1984, complétée en 1996 et 1999, la Commission des opérations de Bourse (COB) voit ses pouvoirs renforcés en 1989, 1996 puis 2003 pour être transformée en Autorité des marchés financiers (AMF) (voir chap. 12 § 1.) et la Banque de France change de statut en 1993 pour remplir les conditions de la première étape de l'UEM. Des règles prudentielles sont édictées au niveau international (Bâle I en 1988, Bâle II en 2007, renforcées à l'été 2009). Le secteur bancaire est profondément restructuré

après privatisations (vagues de 1987, 1993, 1998-1999), rapprochements ou rachats (prise de contrôle d'Indosuez par le Crédit Agricole en 1996, naissance de BNP-Paribas en 1999, adossement du Crédit Lyonnais auprès de Crédit Agricole S.A. en 2002) ou changements de statuts (mutualisation des Caisses d'Épargne, création de la Banque Postale en 2006). Cela se traduit par une concentration du secteur, mais aussi par une diversification des activités.

Ces changements ont provoqué trois phénomènes concomitants :

- la « désintermédiation » : une partie croissante du financement des entreprises échappe aux intermédiaires habituels, les établissements financiers ;
- la « titrisation<sup>1</sup> » : les créances s'achètent et se vendent entre agents sous forme de titres ;
- la « marchandisation » : même distribués par les banques, les financements voient leurs coûts dériver des conditions du marché, alors qu'ils étaient largement administrés auparavant.

Ces réformes ont totalement bouleversé la physionomie des marchés et provoqué l'apparition d'outils et d'instruments très sophistiqués : la finance est devenue extrêmement technique et requiert un niveau de compétences de plus en plus élevé.

## 2.2. Le renouvellement des méthodes et la multiplication des outils

Ce contexte de diversité des risques, de déréglementation des marchés et de concentration des sociétés a favorisé le développement des méthodes et des outils au service de la finance :

- avancées théoriques dans l'évaluation du risque (théorie des options, développement du MEDAF...) ou l'administration (théories de la gouvernance) par exemple ;
- renouvellement des méthodes d'analyse financière davantage axées sur l'appréciation du risque de faillite (score Z ou système expert Géode de la Centrale de bilans de Banque de France par exemple) et sur la liquidité (approches en termes de flux financiers) ;
- multiplication des outils à divers niveaux :
  - contrats sur marchés à terme, contrats d'options et contrats de SWAP pour gérer les risques de taux de change ou de marché. D'après la BRI,

---

1. Ou « sécuritisation », mot qui constitue à la fois un anglicisme (de *security*, titre) et un barbarisme !

les marchés de gré à gré atteignaient le total théorique de 592 000 Mds \$ fin décembre 2008 (notionnel sous-jacent) ;

- dans les techniques d'appels de fonds avec les nouveaux fonds propres, produits hybrides dérivant principalement de l'action et de l'obligation (Obligation à bon de souscription d'action – OBSA, Actions à bon de souscription d'obligation convertible – ABSOC, etc.) ;
- dans les montages juridico-financiers, de plus en plus complexes pour les opérations de fusions et acquisitions, les reprises d'entreprises par leurs salariés, les offres publiques, etc. ;
- recherche de normes comptables plus fiables pour empêcher les malversations survenues lors des scandales financiers (Enron, Ahold Parmalat) et les erreurs d'appréciation pouvant contribuer au développement de bulles spéculatives (Internet, *subprimes*). Voir chapitre 4 « Audit » et chapitre 5 « Consolidation » sur les normes IFRS et la loi de Sécurité financière de 2003 ;
- volonté du législateur de limiter le crédit entreprises par diverses dispositions dont la dernière plafonne les délais de paiement à 60 jours (loi de Modernisation de l'économie, 2008) ;
- volonté d'introduire une certaine éthique dans le fonctionnement des marchés et de renforcer les règles prudentielles dont les institutions financières ont eu tendance à se démarquer. Développement de l'investissement socialement responsable (ISR) comme alternative à une finance aveugle de ses conséquences.

Toutes ces réformes ont finalement transformé les métiers de la finance, même si la crise des *subprimes* les a révélées incomplètes ou inefficaces.

### **2.3. Évolution de la situation financière des entreprises françaises**

La lecture des états financiers des entreprises sur longue période permet de saisir leur évolution profonde, compte tenu de celle de l'environnement. Bien sûr, les chiffres agglomérés par les différentes sources (Insee, Banque de France, Eurostat...) doivent être nuancés suivant les secteurs et la taille des entreprises. Il importe de distinguer les tendances structurelles sur longue période des éléments dus à la conjoncture (politique monétaire, intensité de la croissance, évolution des changes...). Ces tendances reflètent l'impact de l'environnement économique et social sur l'activité et les résultats, les décisions d'investissement et de financement, et les performances des entreprises en termes de rentabilité.

### 2.3.1. Impact de l'environnement économique et social sur l'activité et les résultats (à partir des comptes de résultat) des entreprises

L'activité se mesure à la fois en termes de part de marché à travers le chiffre d'affaires, et de façon interne par la valeur ajoutée. Les paramètres extérieurs déterminant l'activité sont notamment la croissance de l'économie et celle du secteur. Aussi faut-il distinguer les grandes entreprises des PME car les marchés sur lesquels elles opèrent n'ont pas la même croissance. En effet, le degré d'internationalisation, mesuré par la part de chiffre d'affaires réalisé à l'étranger, varie avec la taille ; ce phénomène d'internationalisation s'étant accentué après 1995 avec la multiplication des opérations de fusion-acquisition au niveau international<sup>1</sup>. Ainsi, les groupes non financiers du CAC 40 réalisent plus des deux tiers de leur chiffre d'affaires à l'étranger, dont 40 % en Europe, et bénéficient du différentiel de croissance entre économie mondiale et économie locale.

Répartition géographique du chiffre d'affaires  
des entreprises non financières du CAC 40 en 2006

	En Mds d'euros	En % du total
France	338,9	32,2
Autres Europe	431,8	41,1
Amérique du Nord	91,3	8,7
Reste du Monde	136,3	13,0
Non ventilé	52,9	5,0
Total	1 051,2	100

Source : P. Artus, *Flash économie*, n° 355, Natixis, 2007.

Pour les PME, valeur ajoutée et résultat d'exploitation coïncident avec le cycle conjoncturel de l'économie française : recul entre 1990 et 1993, puis expansion jusqu'en 2001, ralentissement depuis 2002, lié à celui des économies européennes, à l'éclatement de la bulle Internet et à l'accroissement du coût des matières premières, enfin aggravation avec la crise des *subprimes*.

L'appréciation de l'euro depuis 2002 a accru la pression concurrentielle sur les marchés d'exportation, tout en renforçant la compétitivité prix des importations libellées en dollars.

1. P. Artus, *Flash économie*, n° 355, Natixis, 2007.

L'analyse des comptes de résultat sur longue période fait apparaître, en outre, plusieurs phénomènes :

- le recours à l'externalisation, surtout à partir des années 1990. Les consommations intermédiaires progressent, de ce fait, en pourcentage du chiffre d'affaires, ce qui explique le recul de la valeur ajoutée (VA) (46,7 % du chiffre d'affaires (CA) en 1993, 43,2 en 2000, 39,2 % en 2008), même si celle-ci progresse en volume. La hausse récente du coût des matières premières accentue ce recul ;
- le partage de la valeur ajoutée entre travail (salaires) et capital (excédent brut d'exploitation – EBE) s'effectue globalement dans la proportion deux tiers/un tiers (hors la période 1974-1986) mais varie en fonction du secteur, de l'exposition à la concurrence internationale, de la taille ou de l'âge. Un quart des entreprises distribue 89 % de la VA en salaires, quand un autre quart y consacre moins de 44 %<sup>1</sup> ;
- les salaires bruts (rémunérations + cotisations ; cf. figure 2) s'établissent autour de 70 % de la VA entre 1949 et 1974, montent jusqu'à 75 % entre 1981 et 1983 pour se stabiliser autour de 67 % depuis vingt ans (67,57 % en 2007), en dessous du niveau d'avant le premier choc pétrolier. Depuis 2002, la progression des coûts salariaux a été modérée par celle des gains de productivité. En 2008, une légère remontée s'explique par le freinage de l'activité lié à la crise<sup>2</sup> ;
- l'évolution des taux de marge (EBE/VA) suit l'évolution inverse. Pour les PME, le taux de marge suit de façon atténuée l'évolution de la conjoncture : réduction si ralentissement, reconstitution si expansion en s'efforçant de comprimer les coûts lors des ralentissements<sup>3</sup>.

La répartition de l'excédent brut d'exploitation (EBE) fait apparaître que (voir figure 3) :

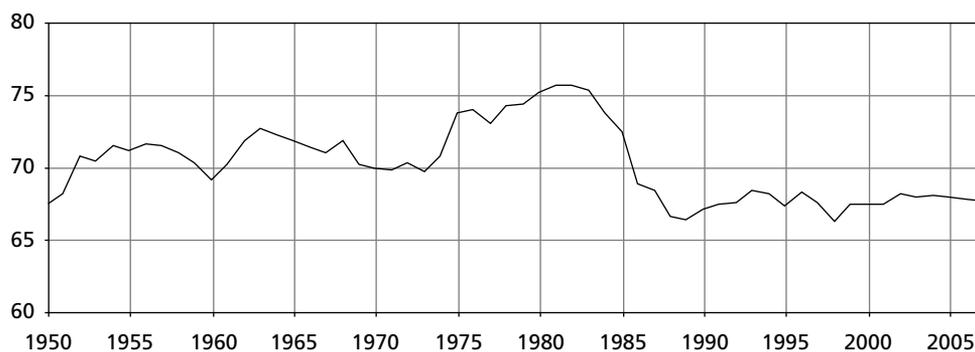
- la part de l'impôt sur les sociétés dans l'EBE, après avoir baissé dans les années 1980 jusqu'à un plus bas niveau en 1992-1993, remonte ensuite, non du fait des taux (ils ont baissé sur la période) mais de celui de résultats plus positifs. L'assiette fiscale étant composée d'éléments disparates, l'interprétation de cette composante de l'EBE est difficile ;

1. J.-P. Cotis (sous la direction de), *Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France*, Rapport au président de la République, Insee, mai 2009.

2. *Ibidem* J.-P. Cotis.

3. P. Givord, C. Picart, F. Toutlemonde, *La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME*, Insee, juin 2008.

**Figure 2. Part des salaires (rémunérations + cotisations) dans la valeur ajoutée des sociétés non financières**



Sources : Insee, comptes nationaux.

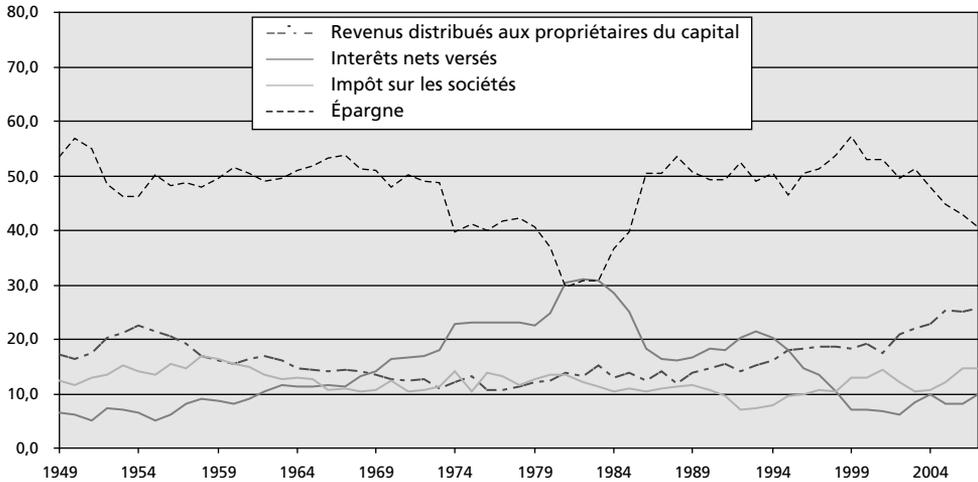
- l'épargne reste stable sur longue période autour de 50 % de l'EBE, sauf sur deux périodes :
  - entre 1974 (choc pétrolier) et 1986. L'accroissement des salaires dans la VA sur cette période réduit le taux de marge, ce qui se répercute sur l'autofinancement (épargne), obligeant les entreprises à s'endetter dans un contexte de taux élevés, d'où la plongée de la courbe « épargne » à mesure que la composante « intérêts versés » augmente. Ceux-ci resteront à un niveau relativement élevé jusqu'à la détente sur les taux d'intérêt au milieu des années 1990 et le désendettement des entreprises ;
  - depuis les années 1990, la part croissante de l'EBE attribuée aux dividendes (ils font plus que doubler) reflète le recours plus massif aux fonds propres et les distributions très (voire trop) généreuses dans un contexte de développement de la finance de marché et de libéralisation. Pour les grandes entreprises, le marché supplante la banque, et l'actionnaire le créancier. Les revenus des propriétaires (principalement les dividendes) suivent sur la période 1949-2008 une courbe en U pour atteindre en 2007 plus d'un quart de l'EBE, son maximum. Pour les grandes entreprises, le recul des intérêts dû au désendettement qui a suivi la fin de la crise boursière de 2000-2002 leur permet cependant de ménager leur taux d'épargne<sup>1</sup>.

1. R. du Tertre, Y. Guy, « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France », *Horizons Stratégiques*, n° 7, Centre d'analyse stratégique, janvier-mars 2008.

De façon générale, les niveaux respectifs des charges d'intérêt et des dividendes versés reflètent l'arbitrage entre endettement, appels de fonds propres et autofinancement, en fonction des coûts, des exigences des actionnaires, des capacités d'autofinancement et des besoins de financement.

Notons qu'une PME sur sept distribue des dividendes, ce qui caractérise davantage les grandes (une sur deux) et surtout les très grandes entreprises<sup>1</sup>.

**Figure 3.** Composantes de l'excédent brut d'exploitation, en % de l'EBE



Source : INSEE, Comptabilité nationale en base 2000.

### 2.3.2. Impact de l'environnement économique et social sur la structure des bilans et sur les décisions d'investissement et de financement des entreprises

Cet impact se juge à partir des bilans, notamment sur les décisions d'investissement et de financement. Sur les trente dernières années (depuis le début des années 1980), l'évolution des immobilisations reflète les transformations majeures :

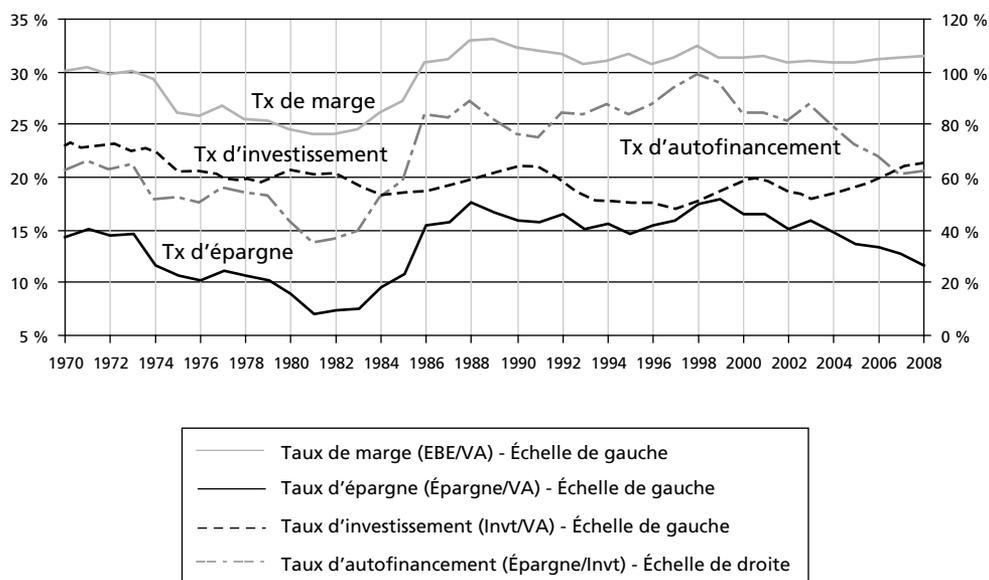
- le développement de l'incorporel lié à celui de l'informatique et des télécommunications mais aussi à la valorisation des marques et des brevets. L'immatériel est désormais une donnée stratégique pour l'entreprise ;

1. J.-P. Cotis (sous la direction de), *Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France*, Rapport au président de la République, Insee, mai 2009.

- l'accroissement relatif des immobilisations financières dû à la structuration des groupes, à l'internationalisation des firmes et au développement de la finance de marché qui facilite les opérations de fusion-acquisition.

Les besoins en fonds de roulement diminuent du fait d'une meilleure gestion du cycle d'exploitation (réduction des stocks lors de l'apparition des méthodes en flux tendus, puis du volume des créances et des dettes commerciales). Les trésoreries sont gérées plus rigoureusement grâce aux progrès de l'informatique et aux instruments financiers, utilisés surtout par les grandes entreprises. Les PME, en revanche, voient leur trésorerie se développer régulièrement, surtout depuis les années 1990, traduisant un comportement de prudence en cas de choc transitoire ou de difficulté d'accès au crédit, alors que les concours bancaires qu'elles sollicitent diminuent de moitié sur quinze ans en proportion de la valeur ajoutée<sup>1</sup>.

**Figure 4. Taux de marge, d'épargne, d'investissement et d'autofinancement des sociétés non financières**



Source : Insee, Comptabilité nationale en base 2000.

1. P. Givord, C. Picart, F. Toutlemonde, *La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME*, Insee, juin 2008.

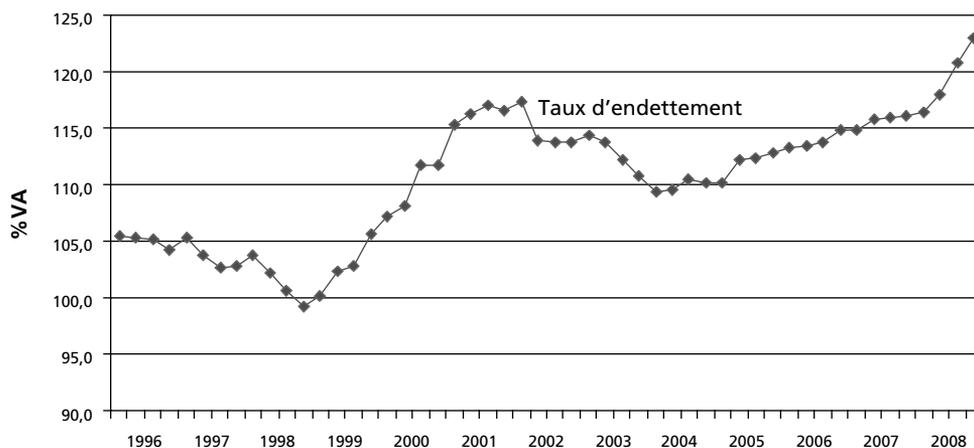
Les comportements d'investissement et de financement peuvent s'appréhender à partir de l'analyse du taux d'autofinancement<sup>1</sup> qui rapporte l'autofinancement à l'investissement. L'insuffisance du premier pour couvrir le second oblige les entreprises à accroître leur endettement bancaire ou obligataire, ou à lever des fonds propres auprès de leurs actionnaires. Une phase d'expansion économique favorise l'investissement, surtout si le taux d'utilisation des capacités de production est élevé (notamment approchant 85 %). L'épargne brute sera conditionnée par les taux de marge et la politique de dividendes.

L'écart entre taux d'épargne et taux d'investissement détermine directement le niveau du taux d'autofinancement. À partir de 1986, le taux d'autofinancement passe au-dessus de 80 % du fait de l'amélioration des marges (baisse des salaires dans la VA), qui améliorent le taux d'épargne. Il se dégrade après 2002, en raison de la progression des dividendes au détriment de l'épargne et du redressement des investissements, orienté notamment vers les fusions-acquisitions et les investissements directs à l'étranger (IDE) qui reprennent après la chute de 2001.

Par ailleurs, une baisse des taux d'intérêt favorise le recours à l'endettement, mais celui-ci s'accroît surtout dans les périodes de reprise (1986-1992, 1998-2001, 2004-2008), en général pour couvrir les investissements, ou si les capacités d'autofinancement sont insuffisantes, même si les taux d'intérêt ne sont pas attractifs.

Ici aussi, il faut distinguer entre grandes entreprises et PME, les premières recourant davantage à l'emprunt. Par exemple, le taux d'endettement financier baisse de 2000 à 2007 pour les PMI, sauf pour celles qui rattachées à des groupes. Soulignons que la constitution de groupes s'est notablement développée à partir du milieu des années 1990, les PMI en faisant partie bénéficiant de plus en plus de financement intragroupes : la holding s'endette pour prêter aux filiales qui lui reversent intérêts ou dividendes. L'émission d'action reste une source majeure de financement, sinon la principale, notamment pour les sociétés non cotées dans la période récente (première source en 2006)<sup>2</sup>.

- 
1. Au sens de la comptabilité nationale : rapporte l'épargne brute (autofinancement) à l'investissement (formation brute de capital fixe, FBCF), soit le rapport entre taux d'épargne (autofinancement sur valeur ajoutée au coût des facteurs) et le taux d'investissement (FBCF sur valeur ajoutée au coût des facteurs).
  2. L. Quignon, « La situation financière des entreprises françaises », *Conjoncture, Études économiques*, BNP-Paribas, novembre 2007.

**Figure 5.** Taux d'endettement financier des entreprises françaises depuis 1996

À partir du deuxième trimestre 2008, le recul d'activité conjugué au durcissement des conditions de financement provoque un ralentissement de la progression des investissements (ils continuent pourtant à croître sur l'année) et pousse les entreprises à déstocker, ce qui amplifie la contraction. La progression de la masse salariale ralentit, mais moins vite que la valeur ajoutée, d'où un recul des taux de marge, alors que les dividendes, fondés sur les résultats de 2007, continuent de croître, de même que les intérêts (hausse des primes de risques), d'où un fort recul de l'épargne des SNF (- 6,6 %). Le taux d'investissement (21,3 %) est néanmoins le plus élevé depuis 1974 car la faible progression de l'investissement est restée supérieure à celle de la VA. Recul du taux d'épargne et progression du taux d'investissement provoquent une chute du taux d'autofinancement à 61,6 %<sup>1</sup>, d'où un besoin de financement à long terme. En effet, avec la crise enclenchée par les *subprimes*, la contraction des besoins de financement concerne au début surtout le court terme et les encours mobilisables, d'autant plus qu'incidents de paiement et défaillances se développent. On assiste à un effet de substitution entre financement de marché et financements bancaires pour les grandes entreprises, notamment à partir de fin 2008<sup>2</sup>, où le taux d'endettement atteint un sommet. Le phénomène

1. *L'Économie française*, Insee, 2009.

2. « La situation des entreprises en France à fin 2008, quelques développements récents », Direction des Entreprises, *Bulletin de la Banque de France*, n° 175, 1<sup>er</sup> trimestre 2009, et Laurent Quignon, « La situation des entreprises françaises », *Conjoncture*, BNP-Paribas, avril 2009.

est d'ailleurs mondial, puisque 2009 voit battre le record d'émissions d'obligations d'entreprises, qui dépassent 1 000 milliards de dollars dès le mois d'août<sup>1</sup>. Le taux d'endettement des SNF dépasse son précédent pic de 1991 vers 125 % pour atteindre 133,6 % en 2009 puis 141,2 % en 2010 (prévisions Datastream). Dans ces conditions, les entreprises vont réduire leurs investissements, et la faiblesse de l'épargne, due à la dégradation des marges, risque d'entraîner une dégradation supplémentaire du taux d'autofinancement. La vulnérabilité qui en résulte va pousser les entreprises à se désendetter.

Enfin, du point de vue de la rentabilité, les données agrégées masquent de grandes différences sectorielles, de taille ou d'âge. D'après la Centrale des bilans de la Banque de France, la rentabilité financière nette (CAF/Capitaux propres) des PMI repart à la hausse entre 1993 et 2000, se dégrade jusqu'en 2003, pour repartir vers un pic en 2007. La crise, en dégradant les taux de marge et la rentabilité économique, réduit la rentabilité financière.

### **3. L'ÉLARGISSEMENT DE LA FONCTION ET LA DIVERSIFICATION DES MÉTIERS**

Cette transformation s'est traduite par l'élargissement de la fonction, d'où une diversification des métiers de la finance.

Traditionnellement, les objectifs de la fonction financière s'articulent autour de cinq axes :

- définir la politique financière de l'entreprise à partir de sa politique générale, c'est-à-dire hiérarchiser les priorités qui commanderont les décisions financières ;
- évaluer la rentabilité et l'opportunité des investissements compte tenu de la politique définie, des attentes des actionnaires et des impératifs de compétitivité, mais aussi évaluer le coût du capital en optimisant la structure du passif eu égard au degré d'indépendance financière souhaité ;
- prévoir l'impact financier des décisions prises de façon à assurer la solvabilité et la liquidité de l'entreprise : dans la continuité du plan de financement, c'est le rôle de l'enchaînement des budgets et du plan de trésorerie qui en découle ;

---

1. *Les Échos*, 19 août 2009.

- contrôler le bon déroulement des prévisions et la bonne utilisation des fonds de façon à engager toute action corrective si nécessaire ;
- analyser les performances de l'entreprise tant au niveau des moyens économiques et financiers mis en œuvre que de l'activité et des résultats qu'ils ont permis d'obtenir.

Informé et sensibilisé les autres responsables de l'entreprise des conséquences financières de leurs décisions vient compléter ces différentes missions. Le contrôle de gestion peut être rattaché à la direction financière notamment dans les PME, compte tenu des imbrications des techniques utilisées (informatique notamment, dont la supervision peut lui être aussi confiée).

Sous l'effet de l'évolution de l'environnement, la fonction s'est élargie :

- *à la gestion des risques* : évaluation, anticipation et couverture de ceux-ci à l'aide des nouveaux instruments financiers, ce qui a conduit à la spécialisation du trésorier, voire à l'apparition dès les années 1980 du trésorier international pour le risque de change et du credit manager pour le risque client ;
- *à une participation plus active aux processus de décision à long terme* en éclairant et en valorisant des choix stratégiques de plus en plus complexes et techniques. Une bonne connaissance du cadre juridique et fiscal s'avère aujourd'hui nécessaire, qu'il s'agisse d'évaluer une société en cas de stratégie de croissance externe ou de s'implanter à l'étranger ;
- *dans le cadre du développement des groupes et de l'internationalisation* des entreprises en mettant au point des techniques d'évaluation et de contrôle, d'où l'apparition ou la multiplication d'auditeurs internes, de responsables reporting, de contrôleurs financiers internationaux, de responsables consolidation notamment ;
- *dans le cadre des relations avec les banques* où les rapports ont été profondément bouleversés : la négociation s'est développée avec l'apparition d'une vive concurrence liée à la réforme bancaire et aux privatisations.

La technicité croissante de certains outils a amené la diversification des métiers. Bien sûr, la différenciation et la spécialisation des postes croissent avec la taille de l'entreprise ou du groupe. Un directeur financier de PME assurera des responsabilités très diversifiées avec l'appui éventuel de conseils extérieurs, alors que dans une grande entreprise il disposera d'une équipe de spécialistes qu'il devra animer.

Ces considérations sur l'évolution de l'environnement et de la fonction ont guidé le principe, l'approche et le plan de cet ouvrage.

- *Le principe est la complémentarité des compétences.* Trente et un auteurs ont été réunis, tous professionnels de la finance, spécialistes dans leur domaine et pédagogues (en formation professionnelle ou en formation initiale), car il est devenu difficile de bien maîtriser l'ensemble des techniques financières. Toutes les contributions ont été harmonisées par un coordinateur.
- *L'approche est positive davantage que normative.*

L'approche normative trouve ses fondements dans la théorie économique néoclassique : l'objectif de l'entreprise est la maximisation de la valeur de l'entreprise. Toutes les décisions financières dérivent de cet impératif et les marchés financiers sanctionnent leur pertinence. Les investisseurs placent leurs fonds dans les entreprises en fonction de leur rentabilité et du risque associé avec un comportement rationnel. Les marchés permettent ainsi une allocation optimale des ressources. La logique de l'entreprise se résume avant tout à un calcul rationnel, abstraction faite de ses caractéristiques humaines ou organisationnelles. Cette approche, dite de l'efficacité, est très féconde sur le plan théorique mais ses démarches et conclusions ont pour limite les hypothèses qu'elle postule. La finance « comportementale »<sup>1</sup> est venue nuancer cette approche en montrant que des facteurs irrationnels (excès de confiance, erreur de perception, stratégies des acteurs et informations asymétriques, mimétisme...) exercent une influence sur la formation des cours sur les marchés.

L'approche positive (qui se rattacherait plus à certaines considérations de la finance comportementale) est davantage empirique, dans la mesure où elle considère que la rationalité des décisions et des acteurs est limitée tout en restant satisfaisante. La rentabilité y devient une condition de survie de l'entreprise plus qu'un impératif vers lequel tendent toutes ses décisions. Les actionnaires constituent des acteurs parmi d'autres (salariés, clients, banques...) dans une organisation qui a sa propre logique (développement, inertie, souplesse d'adaptation ou rigidité...), laquelle évolue dans un environnement souvent non maîtrisé.

Cet ouvrage est un manuel pratique plus qu'un cours de théorie financière : il se situe davantage dans le cadre de l'approche positive, même si nous utiliserons des éléments de la première pour la compréhension de certains phénomènes.

Son approche est également globale, entendons par là que, la finance s'inscrivant dans un environnement qui la détermine, il nous a semblé

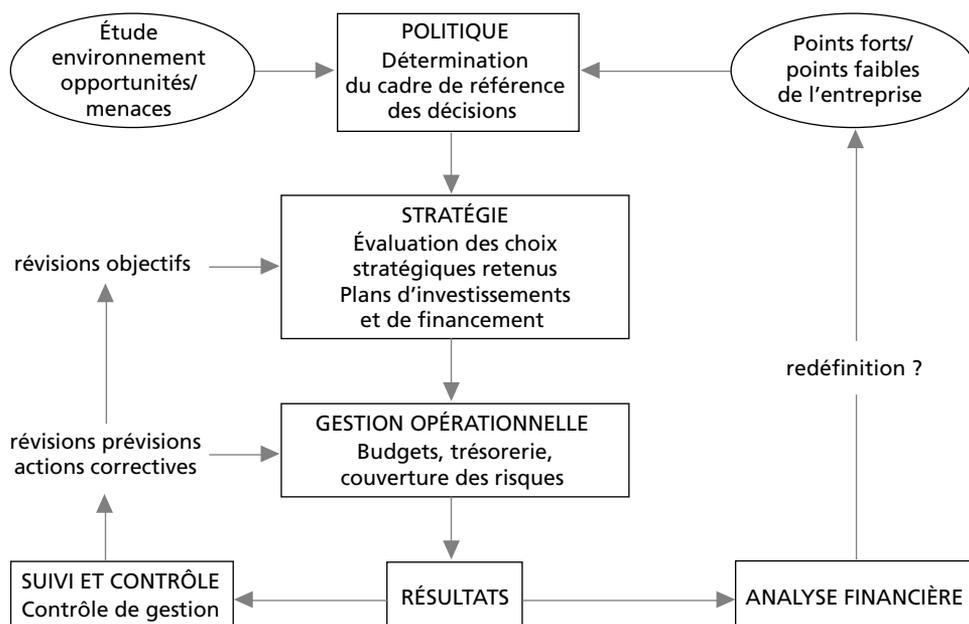
---

1. Voir notamment l'article de M. Albouy, G. Charreaux dans la *Revue Française de Gestion* 2005/4, n° 157.

indispensable de dépasser une approche strictement financière pour intégrer l’environnement économique, bancaire, juridique et fiscal. Au-delà de la diversité des approches, les outils doivent toujours être utilisés avec discernement parce que des considérations non financières, sociales et humaines notamment, mais aussi stratégiques, entrent également en jeu.

- *Le plan de l’ouvrage découle des principaux objectifs de la fonction financière, présentés dans le schéma ci-après du processus décisionnel.*

**Figure 6. Processus de décision financière**



Ce processus est itératif, il constitue un circuit, d’où la difficulté du choix de l’élément initial.

Pour des raisons pédagogiques, son déroulement commencera par l’analyse financière, d’où le plan suivant :

- *Analyser les performances de l’entreprise.* L’analyse financière est placée en première partie, car elle introduit de nombreux concepts fondamentaux de la finance.

- *Définir pour décider : politique et stratégie.* La deuxième partie donne le cadre de référence des décisions d'investissements et de financements et les méthodes permettant de les évaluer.
- *Prévoir pour pouvoir : décisions opérationnelles.* La troisième partie concerne la gestion prévisionnelle, la gestion de trésorerie et la gestion des risques.
- *Maîtriser les coûts et responsabiliser les acteurs : contrôle de gestion.* La quatrième partie donne aux responsables les éléments essentiels pour mettre en place des instruments de suivi et d'alerte dans le but de maîtriser leur activité. Même si le contrôle de gestion ne fait pas partie de la finance à proprement parler, il nous est apparu nécessaire d'y consacrer une partie du fait de ses liens avec la finance, voire de son rattachement à la direction financière (au moins dans les PME).
- *Évaluer, rapprocher, restructurer : l'ingénierie financière.* La cinquième partie développe des techniques utilisées dans le cadre de décisions stratégiques : appels de fonds, fusions et acquisitions, redressement d'entreprises en difficulté, rachat par les salariés, etc. Nous les avons placées en fin d'ouvrage, car il s'agit d'aspects financiers particuliers et souvent très techniques de la stratégie des entreprises.
- *Intégrer les outils indispensables : euro, fiscalité et mathématiques financières.* Ces chapitres s'inséraient difficilement dans l'une ou l'autre partie parce qu'ils les concernaient toutes : ils sont donc « prestataires » des autres et constituent la sixième partie.

Un lexique des termes financiers en anglais, allemand et espagnol complète l'ouvrage : la construction européenne et l'internationalisation des entreprises obligent le financier à regarder au-delà des frontières.

### **En conclusion de cette présentation**

La répétition des crises du Système financier international (SFI), sa complexité, les excès provoqués par l'existence des paradis fiscaux, la place parfois excessive prise par les marchés financiers, les scandales qui éclatent dans ce contexte, tout cela contribue à ternir l'image de la finance et à faire oublier son rôle dans l'entreprise.

Il y a aujourd'hui des débats que l'on ne peut éviter : régulation du SFI, partage de la valeur ajoutée, gouvernance des actionnaires et participation des salariés, éthique et finance, entreprise et responsabilité citoyenne<sup>1</sup>... Le présent ouvrage donne des éléments techniques ; à chacun de les utiliser pour clarifier le débat. Il nous a paru important d'ajouter un chapitre sur la finance alternative pour montrer une autre façon d'exercer la finance.

Rappelons enfin que la finance est une technique au service de l'entreprise, au service plus largement, de l'économie, c'est-à-dire de la création de richesses réelles. Quand elle s'éloigne de cet objectif ou qu'elle ne l'accomplit pas avec éthique et responsabilité, elle suscite à juste titre méfiance et critiques. La technique n'est jamais que la technique : elle doit être utilisée avec discernement et probité.

HERVÉ HUTIN

---

1. Comme en témoigne l'observatoire Novethic et son site, [novethic.fr](http://novethic.fr), site créé par la CDC sur la responsabilité sociale des entreprises et les placements éthiques.