



**HAL**  
open science

## Nouvelle méthodologie d'analyse financière : le concept d'endettement net

Henri Koulayom

► **To cite this version:**

Henri Koulayom. Nouvelle méthodologie d'analyse financière : le concept d'endettement net. La Revue du Financier, 1996, No 108 (p. 27-39.), pp.rfc5. hal-01149110

**HAL Id: hal-01149110**

**<https://auf.hal.science/hal-01149110>**

Submitted on 11 May 2015

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Nouvelle méthodologie d'analyse financière : le concept d'endettement financier net

Henri Koulayom  
Docteur en Sciences de Gestion<sup>a</sup>

*Depuis quelques décennies, la méthodologie d'analyse des entreprises industrielles s'est sans cesse améliorée, notamment avec le développement des théories de la finance et de la firme et, l'avènement des centrales de bilans. Cependant, nous assistons aujourd'hui à une remise en cause de certains de ces outils et méthodes qui ne sont plus aptes à décrire des situations atypiques. La situation qui caractérise actuellement les entreprises industrielles détenant à leur actif des volumes importants de trésorerie, est un des cas où la méthodologie traditionnelle présente des limites. Cet état de fait conduit à repenser les méthodes d'analyse de l'entreprise notamment en ce qui concerne leurs aptitudes à expliquer les pratiques financières.*

*D'ores et déjà, nombreuses sont les entreprises qui ont introduit dans leurs tableaux de bord, l'indicateur d'endettement financier net (EFN par la suite) de trésorerie. Son examen est devenu un point de passage obligé de l'analyse financière des groupes en dépit du fait qu'il n'a donné lieu à aucun développement conceptuel important dans les ouvrages spécialisés d'analyse financière. Ses initiateurs sont la Centrale de Bilans de la Banque de France et la Société Française des Analystes Financiers (SFAF).*

*Pour donner une assise conceptuelle à cet indicateur, on va successivement s'intéresser à sa mesure comptable, qui fait l'objet de nombreuses controverses centrées autour de la définition de la trésorerie et à la nouvelle approche de diagnostic financier que son adoption suscite.*

## I - Le concept d'endettement financier net

La notion de dette nette (ou inversement de créance nette) en comptabilité nationale, fait intervenir l'idée selon laquelle tous les agents économiques, excepté les institutions financières qui assurent un rôle d'intermédiation, participent aux circuits financiers soit pour fournir des fonds lorsqu'ils ont capacité de financement, soit pour en emprunter lorsqu'ils ont un besoin de financement. Cette notion répond à une préoccupation d'équilibre finan-

cier résultant des opérations financières effectuées entre les différents agents économiques et consacre le principe de symétrie selon lequel la dette de l'un est la créance de l'autre ; l'esprit sous-jacent au calcul de cet indicateur étant l'hypothèse de compensation<sup>1</sup>. La mesure du concept d'EFN en comptabilité d'entreprise est différente en raison de diverses conceptions de la notion de trésorerie. Il introduit l'idée d'un endettement théorique puisqu'il est un solde entre des fonds empruntés et des fonds liquides détenus. Le nombre croissant d'entreprises pouvant l'utiliser en fait un outil d'analyse financière d'avenir.

## 1 - La justification de son utilisation dans les entreprises

Le contexte économique et financier actuel a fait porter l'attention sur les actifs financiers par définition moins risqués que les actifs productifs. Leur montant extrêmement élevé dans un nombre non négligeable d'entreprises a poussé les analystes à retraiter la trésorerie "actif" de la dette pour donner une meilleure "image fidèle" du bilan.

La détention d'une trésorerie "actif" qui va au-delà des besoins d'ajustement ne se justifie que par son impact positif sur les activités de la firme. Ceci peut se traduire ex-ante par une amélioration de la valeur de la firme (Bhattacharya et Gallinger 1991) ou ex-post par la mise en oeuvre de l'EFN.

Cet état de fait donne un exemple de la déconnexion entre les résultats obtenus en recherche académique et les outils imposés par la pratique professionnelle. Les actionnaires et les créanciers qui sont les partenaires financiers de la firme, s'intéressent soit aux performances financières, soit au niveau de risque. Pour les premiers, il s'agit d'apprécier le niveau réel d'endettement de l'entité ; pour les seconds, il s'agit d'apprécier l'aptitude de l'entité à rembourser ses dettes avec ses propres moyens en cas de réalisation d'un risque important. L'EFN est né de la convergence entre ces deux points de vue et son utilisation par les praticiens depuis quelques années témoigne de son adéquation aux réalités économiques et financières auxquelles les firmes sont confrontées.

Au fond, l'idée d'un EFN n'est pas nouvelle puisqu'elle est analogue à celle qui a présidé à la mise en oeuvre de la trésorerie nette. Force est de constater que le plan comptable 1982 est devenu inapte à prendre en compte certains phénomènes modernes de la finance d'entreprise, en particulier le niveau d'endettement réel d'une entreprise qui possède un volume important de trésorerie "actif". L'EFN représente la différence entre un solde de dette financière et un stock de trésorerie.

Le problème de la trésorerie conduit à se soucier à la fois de la gestion des moyens financiers (négociation et contrôle des conditions bancaires, politique de placements, gestion à court terme et à long terme de la

liquidité, couverture des risques de taux et de change,...), de la gestion administrative de ces moyens et de la réalisation d'opérations périphériques (crédit management, couverture des risques matières,...) <sup>2</sup>. Or, la gestion de la dette, tout comme celle relative aux fonds propres, mettent en jeu principalement trois voies d'analyse : le choix de financement, la structure financière, l'étude de l'effet de levier et du risque financier.

Dans cet esprit, l'EFN met en exergue l'articulation entre le coût de financement et le rendement des actifs de trésorerie. Il est au centre de la problématique de l'équilibre financier, laquelle résulte de l'opposition entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs. Le financement de la trésorerie par de la dette que nous semble induire le calcul de l'EFN, peut paraître absurde. Quoi qu'il en soit, la fonction de trésorerie à l'actif et la fonction de financement au passif ne font qu'une, puisque la compensation implique une certaine homogénéité des actifs et des passifs en question <sup>3</sup>. Autrement dit, il s'agit de considérer la trésorerie comme une contrepartie de la dette <sup>4</sup> alors qu'il est bien connu que la trésorerie peut provenir également d'autres sources comme le cash-flow, l'augmentation de capital ou un financement hybride quelconque. Il est aussi bien connu que le meilleur placement des liquidités de l'entreprise peut être le désendettement surtout lorsque la fonction de trésorerie et celle du financement sont liées. Le solde de liquidité est traité comme si l'entreprise l'utilisait pour se désendetter ; il s'agit d'une manoeuvre de désendettement implicite. Virtuellement, la politique de trésorerie d'une entreprise permet de diminuer son taux d'endettement. La dette permet ainsi de limiter le risque de gaspillage ("free cash-flow") puisqu'elle oblige incidemment les dirigeants à se défaire de liquidités qu'ils n'auraient pas versées aux actionnaires sous forme de dividendes (Jensen 1988).

La proposition selon laquelle la liquidité est la contrepartie de la dette conduit à affirmer qu'elle accroît la capacité d'endettement dans la mesure où elle est un bon collatéral pour les créanciers (Schleiffer et Vishny 1992). L'assiette globale de crédit, représentant la capacité d'endettement du débiteur, est d'autant plus élevée que les actifs de la firme sont liquides, c'est-à-dire redéployables au sens de Williamson (1988). En effet, si un événement impose à l'entreprise de rembourser ses dettes,

elle va d'abord utiliser sa trésorerie excédentaire avant d'envisager d'autres moyens possibles. L'EFN permet ainsi d'estimer la capacité réelle de remboursement d'une entreprise et sa vulnérabilité face au risque de faillite. L'écart entre l'endettement financier brut et l'EFN représente le niveau de trésorerie nécessaire à la mise en oeuvre de la flexibilité financière, c'est-à-dire l'aptitude de la firme à tirer parti de son comportement en matière de trésorerie. Il donne une idée de ses possibilités à financer de nouveaux besoins inhérents à la politique de développement et, dans une moindre mesure, de son indépendance vis-à-vis des apporteurs de capitaux.

Comme indiqué ci-dessus, l'EFN ne vaut que pour des valeurs positives engrangées en comparaison avec l'endettement financier brut ; le cas limite étant celui où il devient négatif. Ceteris paribus, les sociétés qui centralisent la trésorerie dans les groupes ont un EFN qui est généralement négatif. Ce niveau correspond à la situation d'une entreprise qui a développé une forte activité financière avec parfois des résultats financiers largement positifs et suffisants pour compenser d'éventuels déficits du résultat d'exploitation. En dehors des filiales financières des groupes, cela peut être non seulement le cas des holdings financiers ayant investi dans des portefeuilles de participations importants, mais aussi des firmes indépendantes dont l'activité génère une trésorerie pléthorique (augmentation de capital, autofinancement de plusieurs exercices, endettement...). En revanche, les autres entreprises membres d'un groupe devraient avoir un niveau de trésorerie "actif" plus faible que toute entreprise indépendante quelconque puisque leur trésorerie est régulièrement irriguée ailleurs.

Beaucoup de groupes se fixent des objectifs en termes d'EFN égal à zéro et/ou de frais financiers nets égaux à zéro. Un groupe qui possède un EFN proche de zéro est dans une situation où ses frais financiers nets sont très faibles<sup>5</sup>. Le groupe Renault utilise l'indicateur d'EFN pour montrer l'évolution de son endettement réel. Dans le groupe Peugeot SA-Peugeot-Citroën, les dirigeants ne cachent pas que leur objectif "est d'atteindre un taux d'EFN voisin de zéro..."<sup>6</sup>. Nous pouvons en effet considérer qu'une firme dans cette situation a un risque financier faible car les produits financiers inhérents à l'activité de trésorerie permettent de

compenser autant que faire se peut les charges financières relatives au service de la dette.

## 2 - La méthode simple

L'EFN ne se conçoit que pour les firmes qui détiennent un volume important de trésorerie ; l'idéal est donc de considérer la part de la trésorerie en excès. Il s'agit de la trésorerie détenue en excès de l'encaisse de transaction. Pourtant, l'impossibilité de décomposer les liquidités de la firme en différents motifs de détention (transaction, précaution, spéculation et financement) et de mesurer l'ensemble de la trésorerie potentielle nous conduit à retenir une vision strictement comptable.

Dans sa version de base, l'EFN représente l'endettement financier brut diminué des postes de trésorerie situés à l'actif du bilan. Il sous-entend l'idée que le risque de transformation que court une entreprise est faible et ce, contrairement aux croyances établies. L'endettement à court terme renouvelable de manière quasi-permanente peut être considéré comme étant stable. De fait, tout risque de fluctuation des taux d'intérêt et de non-renouvellement lié à cette dette est compensé par une économie sur les frais financiers à court terme.

Quant à la trésorerie "actif", elle est traditionnellement définie comme un stock de monnaie. D'un point de vue institutionnel, la monnaie est une créance des agents économiques sur le système bancaire. Elle se différencie donc nettement des autres actifs financiers qui portent intérêts. Sous l'impulsion de la déréglementation, la définition de la monnaie a évolué passant d'une conception institutionnelle à une conception fonctionnelle qui privilégie davantage la notion de liquidité. L'élargissement de la gamme des placements a réduit la demande d'encaisses puisque les agents économiques ont pu trouver des instruments d'épargne mieux rémunérés et tout aussi liquides que certains actifs monétaires... Il n'existe plus désormais de frontière précise entre la monnaie et les autres actifs financiers de sorte que des modifications marginales de l'environnement sont susceptibles d'altérer très vite et très fortement la structure des portefeuilles (Pollin 1988, p.25).

La notion de liquidité apparaît dorénavant comme un bon critère d'appréciation des actifs

de trésorerie qui combinent parfois les avantages de la monnaie et ceux des actifs financiers. Ceci nous permet de définir la trésorerie de base comme l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Ce dernier élément comprend, entre autres, les titres des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (O.P.C.V.M.) et les nouveaux titres du marché monétaire (bons du trésor négociables, certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons émis par les établissements de crédit).

Cette définition quantitative de la trésorerie ne tient pas compte de la trésorerie potentielle représentant le montant de trésorerie effectif que l'entreprise peut mobiliser très rapidement sans être contrainte par des pressions extérieures ; le meilleur exemple étant l'existence d'une large capacité d'endettement.

En tant que solde comptable, l'EFN peut être calculé de deux manières :

- soit par la méthode soustractive, il est égal à l'endettement moins la trésorerie "actif";
- soit par la méthode additive, il est égal au capital engagé auquel on soustrait la trésorerie "actif" et le financement propre<sup>7</sup>.

La trésorerie nette est l'élément à court terme de l'EFN. Celle-ci correspond à la différence entre la trésorerie "passif" et la trésorerie "actif". Elle reflète le solde net des fonds que l'entreprise doit mobiliser à court terme pour sa politique de financement (ou de placements).

Par extension, on peut envisager une autre acception de l'EFN que l'on qualifie de "stratégique". Celui-ci prendrait en compte dans la trésorerie "actif" tous les actifs hors exploitation, c'est-à-dire tous les éléments non nécessaires à l'activité de l'entreprise.

En tant qu'indicateur de structure, le concept d'EFN conduit à s'interroger sur le degré de vulnérabilité d'une entreprise qui possède une trésorerie "actif" importante. Il consacre par là-même la notion de charges financières nettes (ou frais financiers nets). Celles-ci correspondent aux charges financières décaissées (du fait de l'endettement) diminuées des produits financiers encaissés sur les placements financiers à court terme. Les frais financiers nets sont entendus comme les conséquences de la politique de financement de l'entreprise<sup>8</sup>. Les plus ou moins-values de cession sur les placements financiers à court terme et les différences de change ne sont pas incluses dans cette défini-

tion car elles sont soit exceptionnelles, soit relatives aux relations commerciales.

### 3 -La méthode des groupes

En raison de l'hétérogénéité des groupes (structures, relations intra-groupe, normes comptables,...) et du phénomène de centralisation de la trésorerie, l'introduction d'une approche par l'EFN permet de mieux traiter les liaisons financières intra-groupe. Cet indicateur, calculé au niveau de chaque entreprise membre du groupe, permet de neutraliser l'effet cumulatif de ces flux financiers. Il doit être nuancé en fonction des techniques de gestion de trésorerie<sup>9</sup> qui paraissent devoir répondre à deux préoccupations majeures :

- la connaissance de la trésorerie nette de chaque société (au sens du fonds de roulement moins besoins en fonds de roulement) pour en déduire les possibilités d'ajustement ou de placements ;
- la minimisation des frais financiers par une utilisation de la souplesse supplémentaire qu'offrent les groupes de sociétés (pour la gestion au jour le jour, équilibrage sur une même banque entre deux sociétés du groupe).

Pour évaluer les possibilités de l'entreprise gestionnaire de la trésorerie, il faut tenir compte non seulement des ressources figurant au bilan mais également d'informations inscrites en hors-bilan. S'agissant de l'évaluation de l'endettement brut, il conviendrait, en particulier, de distinguer dans les "emprunts et les dettes financières divers" :

- les avances stables reçues de la société-mère ;
- les fonds reçus dans le cadre d'un pool de trésorerie (en provenance de la société-mère ou d'autres sociétés du groupe) dont les billets de trésorerie émis ;
- les flux inhérents au compte "groupe et associés dans autres dettes".

Les sommes prêtées ou empruntées par le groupe et les associés aux autres entités du groupe sont portées au crédit ou au débit d'un compte individuel "groupe et associés". En règle générale, le groupe accorde à la société des prêts et des avances en plus de sa participation dans le capital de ses entreprises afin que celles-ci puissent faire face à leurs besoins de

financement, en particulier, à des besoins momentanés de trésorerie. On peut ainsi assimiler, respectivement, les montants du poste "groupe et associés" dans autres créances et dans autres dettes à de la trésorerie "actif" et "passif" lorsqu'ils constituent dans le premier cas, une réserve de liquidité et dans le deuxième cas, une ressource de financement au même titre qu'une dette financière. Cependant, la comptabilité ne fournit pas toujours le détail de ces postes. C'est également pour renforcer la structure financière de leur entreprise que les actionnaires et les associés mettent ou laissent à la disposition de l'entreprise des sommes en compte-courant. Ceci peut nous emmener à traiter les postes "groupe et associés dans les autres dettes" et "groupe et associés dans les autres créances" comme de la trésorerie<sup>10</sup>.

L'EFN représente le solde de l'endettement financier net de la trésorerie "actif". Il consiste dans la formulation simple, à prendre en compte les principaux postes de trésorerie dont l'assimilation est indiscutable, c'est-à-dire les disponibilités, les valeurs mobilières de placement, les billets de trésorerie souscrits et la trésorerie versée au groupe (formule 1).

Dans les autres formulations, il faut procéder à l'extraction d'un certain nombre de postes importants. On peut en plus des quatre postes évoqués précédemment tenir compte uniquement des prêts et des créances rattachées à des participations ; ces derniers éléments ont un degré de liquidité très important (formule 2). On peut aller encore plus loin, en intégrant dans cette définition de la trésorerie "actif", les immobilisations financières (formule 3) ; cette troisième définition de l'EFN est absolument contestable. Selon que les acquisitions répondent à une logique industrielle de construction des groupes, à une logique de diversification conglomérale ou à une logique de spéculation, l'analyste doit chercher à mieux appréhender les relations financières intra-groupe.

En tout état de cause, les immobilisations financières acquises dans le cadre de la politique de croissance externe peuvent être classées dans les actifs physiques lorsqu'elles sont compatibles avec les deux premières logiques. Les immobilisations financières, autres que les titres de participation (les actions, les autres titres, les titres libérés ou non)<sup>8</sup>, qui se situent en dehors d'un objectif de production, peuvent être considérées comme des placements financiers au même titre que

des actifs de trésorerie si l'entreprise peut s'en défaire à tout moment sur un marché suffisamment liquide. Or, la comptabilité ne permet pas de faire la distinction entre ces deux formes d'actifs financiers. Les immobilisations financières autres que les titres mis en équivalence qui figurent dans les comptes consolidés du groupe sont présumées être réalisées dans le cadre de la politique de placements de l'entreprise car elles peuvent être transformées en liquidités dans un délai rapide. Cette encaisse potentielle représente ainsi la fraction d'immobilisations financières non incluse dans le périmètre de consolidation. Si les deux premières formules de l'EFN peuvent être appliquées aux comptes sociaux et consolidés, la troisième formule ne peut l'être qu'en présence de comptes consolidés.

Pour mieux cerner les liaisons financières intra-groupe, il convient aussi d'estimer les frais financiers nets, c'est-à-dire les intérêts et charges assimilées moins les produits financiers de toute nature. Comme dans la méthode des groupes vue précédemment, on peut également envisager un EFN stratégique en comptant comme actifs de trésorerie, tous les éléments hors exploitation de la firme. En définitive, L'EFN est un indicateur plus fécond en terme d'informations dans le contexte des groupes que dans celui des entreprises indépendantes. Cette tendance est due au fait que les groupes répondent mieux aux conditions de fonctionnement d'une sorte de système constitué d'entités disposant de ressources nettes de financement et d'entités ayant des besoins nets de financement.

## II - Les outils du diagnostic financier

D'un point de vue méthodologique, l'appréhension de l'équilibre financier du bilan des entreprises disposant d'un niveau de trésorerie très élevé, à partir de la méthodologie traditionnelle d'analyse, présente certaines difficultés. En effet, le maintien d'une trésorerie importante est de nature à remettre en cause l'appréciation classique des besoins de financement de l'entreprise et la mesure de sa véritable indépendance à l'égard des apporteurs de capitaux d'emprunt. Face ce constat, l'EFN apparaît comme une mesure pertinente de l'endettement réel de la

firme si tant est qu'il résulte de frictions entre les parties prenantes de l'entreprise. En tout état de cause, s'il est valable, on en déduit les conséquences sur le plan des modèles d'analyse financière en tenant compte de sa cohérence avec les approches classiques.

## 1 - L'approche bilantielle

Comme tout actif, la trésorerie est un avantage économique futur probable obtenu ou contrôlé par l'entreprise à la suite de transactions alors que l'endettement en tant qu'élément du passif est une sorte de sacrifice futur probable d'avantages économiques devant être consentis à la suite d'obligations actuelles. L'EFN résultant de l'intégration de la trésorerie dans le financement conduit à une valeur nette économique, solde d'un ensemble d'avantages et de sacrifices économiques. Cette conception de l'EFN peut également être décrite à partir de la notion d'instrument financier. Dans son projet E48, l'IASC donne la définition d'un instrument financier comme étant tout contrat qui donne

droit à un actif financier d'une entreprise en contrepartie d'une dette financière ou d'un instrument de fonds propres d'une autre entreprise<sup>11</sup>.

L'EFN est dans ce cas, la traduction de la valorisation d'un instrument financier hétérogène<sup>12</sup>. Pour le représenter, on doit se placer dans une optique de type fonctionnel qui prend en compte la revalorisation du rôle de la trésorerie au sein de la firme. L'analyse dite "Pool de fonds", reposant sur le principe de l'unité de caisse et le principe de non-affectation des ressources aux emplois permet de le faire. Dans le tableau du capital engagé de la Banque de France qui s'inscrit dans cette école de pensée, la trésorerie est présentée comme une variable d'action gérée dans le cadre d'une fonction précise et non comme une variable d'ajustement ; elle est de plus en plus considérée comme une variable stratégique (Banque de France 1996).

Si nous procédons à l'opérationnalisation de l'EFN, nous obtenons un tableau du capital engagé net dans lequel la trésorerie n'apparaît plus à l'actif. L'apport de cette approche est de décrire les caractéristiques structurelles d'une

TABLEAU 1 : TABLEAU DU CAPITAL ENGAGÉ NET - ENTREPRISE A

(KF)	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Equipement productif	6612	7730	9401	9852	12339
+ Participations et titres immobilisés hors trésorerie "actif"	289	369	615	755	1625
+ Autres actifs immobilisés hors exploitation hors trésorerie "actif"	188	290	470	644	382
<b>= ACTIFS IMMOBILISES (A)</b>	7089	8389	10486	11251	14346
+ Besoins en fonds de roulement d'exploitation	16096	21049	28026	31061	43020
<b>= CAPITAUX INVESTIS (B)</b>	23185	29438	38512	42312	57366
+ Besoins en fonds de roulement hors exploitation	-121	-1425	-982	387	1115
<b>TOTAL = CAPITAL ENGAGÉ NET</b>	<b>23064</b>	<b>28013</b>	<b>37530</b>	<b>42699</b>	<b>58481</b>
<b>FINANCEMENT PROPRE (C)</b>	12015	16526	19566	21991	29207
• Réserves d'autofinancement (réserves et résultats, amortissements et provisions) amortissements des immob. en crédit-bail	6691	11202	14242	16667	23883
• Associés : capital et primes	5324	5324	5324	5324	5324
+ <b>GROUPE ET ASSOCIES (dans dettes financières) (D)</b>	207	102	194	233	273
• Dettes financières stables	167	70	203	212	245
• Trésorerie "passif"	70	60	45	68	47
dont - Billets de trésorerie souscrits	50	39	26	18	19
- Trésorerie reçue du groupe	20	21	19	50	28
• Trésorerie "actif"	30	28	54	47	19
dont - Billets de trésorerie émis	0	0	0	0	0
- Trésorerie versée au groupe	30	28	54	47	19
- Prêts et créances rattachées	0	0	0	0	0
+ <b>ENDETTEMENT FINANCIER NET hors groupe (E)</b>	10842	9385	13770	11975	29001
• Obligations	0	0	0	0	2592
• Autres emprunts	939	886	970	962	2984
• Emprunts participatifs	0	0	1000	3000	2923
• Emprunts bancaires	1943	4021	4908	4766	8921
dont - financement crédit-bail	9	272	216	151	37
• Trésorerie "Passif" (CBC et EENE)	14770	15393	20060	22029	22910
• Trésorerie "actif"	6810	10915	13168	18782	11329
<b>TOTAL = CAPITAL ENGAGÉ NET</b>	<b>23064</b>	<b>26013</b>	<b>33530</b>	<b>34199</b>	<b>58481</b>

entreprise en neutralisant les activités de gestion de trésorerie (voir tableau 1). Elle fournit, entre autres, à l'analyste un cadre vertueux d'appréciation de la politique industrielle de l'entreprise en considérant uniquement les moyens nets qui sont déployés pour fournir un résultat économique avant incidence de toute politique financière.

En fin de compte, l'EFN reflète bien l'idée d'une structure financière large qui interdit l'analyse des actifs de trésorerie non comme des emplois, mais comme de véritables ressources. Les deux composantes de la politique financière que sont le financement et la gestion de trésorerie sont confondues dans un moule commun. Ceci n'est pas en déphasage avec l'évolution actuelle de la fonction de trésorerie qui semble prépondérante au sein de la fonction financière (Koulayom 1996).

L'équation du bilan consiste à mettre exclusivement en parallèle les postes qui relèvent de la politique industrielle et ceux qui relèvent des ressources nettes nécessaires à sa mise en oeuvre. L'EFN est dans cette approche, au centre de l'équilibre financier.

## 2 - L'analyse statique

Est-ce bien utile de rappeler que la relation fondamentale de trésorerie (Meunier Barolet et Boulmer 1970) a suscité des débats de fond sur l'évolution de l'analyse financière dans les années 80. Elle a opposé les tenants de l'analyse classique, soucieux d'une bonne mesure du risque d'insolvabilité et les défenseurs d'une perception moderne de la finance, tourmentés par l'évolution de la richesse des actionnaires (Mérigot 1981). Sa signification aussi bien que son utilité ont été au centre des contradictions. Des critiques ont été avancées à son encontre mais n'ont pas donné lieu à sa disparition faute de substituts parfaits<sup>13</sup>.

Pour Levasseur (1979, p.16), les possibilités d'anticipation sur les taux d'intérêt pour la gestion de l'endettement et, le rôle et l'importance de la trésorerie dans une stratégie financière en tant que réducteur de risque et facteur de flexibilité sont négligés dans ce cas. La relation fondamentale de trésorerie est en outre insuffisante pour traduire les relations complexes qui existent entre la structure financière et les actifs

d'une entreprise, notamment lorsque celle-ci détient des actifs de trésorerie assimilables à des liquidités en excès de ce qui est nécessaire pour assurer les paiements dus aux décalages. La trilogie fonds de roulement-besoin en fonds de roulement-trésorerie devient inopérante pour les firmes correspondant à ce signalement.

La nouvelle règle de l'équilibre financier consiste à évaluer dans quelle mesure le capital engagé net nécessaire à l'activité courante de l'entreprise est financé par le financement propre et l'EFN ; en d'autres termes, celui-ci doit être suffisant pour financer l'actif économique non couvert par le financement propre. Ce qui revient à privilégier un objectif de minimisation du coût du financement net qui a pour effet de compenser des frais financiers souvent importants par des produits financiers parfois considérables. Cependant, il ne permet pas d'effectuer une gestion précise du risque de taux d'intérêt, du risque de change, du risque de liquidité et du risque de contrepartie qui requièrent d'autres outils plus sophistiqués et des procédures de contrôle bien établies.

Traditionnellement, le partage de la valeur ajoutée globale d'une entreprise se répartit entre le personnel (charges de personnel), l'Etat (impôt sur les bénéfices), les actionnaires (dividendes), les prêteurs (intérêts sur endettement) et l'entreprise (autofinancement). On doit admettre désormais que le calcul de la valeur ajoutée globale ne prend pas en compte les produits financiers issus de l'activité de trésorerie. Les emprunteurs représentent une source de répartition à part entière de la valeur ajoutée. Plus précisément, il est plus juste de parler de prêteurs nets ou d'emprunteurs nets.

L'adoption de l'EFN, et généralement du tableau du capital engagé net, conduit à définir de nouveaux ratios (voir encadré). Elle permet d'obtenir une vision relative de la structure financière après impact des choix de trésorerie. Ce qui permet de n'étudier que la composante relative à l'activité industrielle.

Tout en évaluant les besoins de financement propre de l'entreprise, le ratio de levier financier net (R2) fournit des indications :

- sur le risque de l'entreprise en ce qui concerne sa capacité à faire face à son environnement (pertes de marchés, défaillance d'un client important) en utilisant au mieux toute sa trésorerie "actif" ;

- sur le degré de dépendance (ou de contrôle) de l'entreprise vis-à-vis des tiers prêteurs et emprunteurs de fonds du fait de l'influence directe sur la rentabilité financière qu'il peut avoir au travers de l'action de l'effet de levier.

Par conséquent, on peut aborder l'analyse de l'effet taille comme une procédure de mesure de l'incidence de l'EFN sur la rentabilité financière. Comparativement à l'analyse classique, on sous-estime le risque de faillite et on sur-estime la rentabilité économique (R8) tant que les frais financiers restent supérieurs aux produits financiers. Si nous considérons que la valeur comptable d'une firme est sous-évaluée par rapport à sa valeur réelle (cas où l'amortissement comptable est supérieur à

l'amortissement économiquement réel), l'intérêt de l'utilisation de la méthode de l'EFN est grand.

Le différentiel de l'effet de levier que l'on obtient à partir des deux méthodes en concurrence (méthodes classique et EFN) exprime la perte (ou le gain) de l'effet de levier consécutif à la détention de trésorerie. En d'autres termes, il s'agit de mesurer le coût d'opportunité ou le coût de la stratégie de détention de la trésorerie. De la même manière que le ratio de solvabilité à court terme, le poids des intérêts nets (R7) est une mesure du risque de faillite que l'on peut décomposer en trois ratios distincts : le taux d'intérêt apparent net (R1), l'inverse de la rentabilité brute d'exploitation (R5) et le taux d'EFN par rapport au capital engagé net (R3). Ce ratio (R7) donne l'enveloppe de la rémunération des

### Quelques ratios d'analyse

Taux d'intérêt apparent net =	R1 =	$\frac{\text{Frais financiers nets}}{\text{Endettement financier net}}$
Taux d'endettement net 1 =	R2 =	$\frac{\text{Endettement financier net}}{\text{Financement propre}}$
Taux d'endettement net 2 =	R3 =	$\frac{\text{Endettement financier net}}{\text{Capital engagé net}}$
Taux de financement propre =	R4 =	$\frac{\text{Financement propre}}{\text{Capital engagé net}} = 1 - R3$
Rentabilité brute d'exploitation =	R5 =	$\frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{\text{Capital d'exploitation net}}$
Capacité d'endettement net =	R6 =	$\frac{\text{Capacité d'autofinancement}}{\text{Endettement financier net}}$
Poids des intérêts nets =	R7 =	$\frac{\text{Frais financiers nets}}{\text{EBG} - \text{PF}}$
Rentabilité brute globale =	R8 =	$\frac{\text{EBG} - \text{PF}^{14}}{\text{Capital engagé net}}$

capitaux empruntés nets (ou la rémunération des capitaux prêtés nets) que l'entreprise doit obligatoirement assurer. Son niveau, généralement faible pour les firmes ayant une trésorerie en excès, témoigne d'un niveau de risque d'illiquidité largement plus faible que ne le laisse croire la simple lecture du bilan.

Le taux de financement propre (R4) représente la proportion du capital engagé financée par les fonds propres. On peut enfin construire un indicateur d'évaluation des performances de l'activité de trésorerie au sein de l'entreprise. On traite ainsi la trésorerie comme un centre d'exploitation en exprimant les résultats du centre en termes de rentabilité des capitaux investis (R8). Dans cette approche, on considère que la structure de maturité de l'endettement financier aussi bien que celle des actifs financiers sont homogènes.

### 3 - L'analyse dynamique

Le concept de l'EFN doit dépasser la simple considération de son niveau de stock pour être analysé à partir de l'approche en termes de flux. Il entraîne une modification de la présentation des tableaux des flux de trésorerie classiques recommandés par les principaux organismes<sup>15</sup> (voir tableau 2) et des tableaux des emplois et ressources classiques (voir tableau 3). La distinction entre les éléments groupe et hors groupe permet d'envisager une analyse plus approfondie des relations financières intra-groupe qui sont sources de biais des mesures comptables.

Le nouveau tableau des emplois et ressources constitue un cadre d'analyse du comportement de financement de l'entreprise après prise en compte de la politique de placements financiers à court terme. Sa constitution s'effectue au travers d'une approche à la fois globale et fonctionnelle, tout en mettant en exergue deux volets essentiels. Le premier volet décrit la variation du capital engagé net de la firme, c'est-à-dire les principaux besoins issus de sa stratégie de développement. En effet, son mode de croissance lui impose de mettre en oeuvre une politique d'investissement qui se répercute, entre autres, par une variation des besoins de financement liés au cycle d'activité. Le deuxième volet détaille l'imputation de l'ensemble des besoins exposés ci-dessus dans

l'excédent brut global avant tout politique de financement et de placements à court terme. Il traduit la manifestation de l'idée selon laquelle le financement de type interne est la source de financement privilégiée de la firme. Le troisième volet montre enfin la nécessité d'assurer un équilibre financier global par l'utilisation de l'endettement net et des fonds propres externes nets de la politique de distribution. Au total, les trois volets permettent d'articuler vertueusement les trois fonctions de la firme qui sont : la politique d'investissement (variation des immobilisations physiques et financières, excédent brut global avant politique de financement net), la politique d'endettement (emprunt, remboursement, intérêts, produits financiers) et la politique de fonds propres (augmentation de capital, remboursement, subvention, distribution). Ils montrent sans doute une préférence marquée pour l'endettement. Cependant, aucune véritable hiérarchie n'est établie entre les emplois d'une part et les ressources d'autre part.

Pour construire le tableau des flux de trésorerie, on garde cette même architecture fonctionnelle qui ignore le rôle de la trésorerie comme variable d'ajustement. En revanche, sa nouvelle conception place la trésorerie au centre de la stratégie de la firme. Elle consiste à étudier la stratégie d'une entreprise au travers de son aptitude à générer de la trésorerie du seul fait de ses activités non financières de manière à optimiser son rendement et à réduire le coût de sa dette.

Globalement, les flux de trésorerie sont répartis entre ceux qui ont été secrétés par les investissements nets et l'activité globale hors activité de gestion de trésorerie et ceux qui résultent des apports en ressources externes nettes. Le solde pivot de cette approche est le flux net des opérations de financement par dette (FOFID). Il représente le différentiel des encours de l'EFN entre deux exercices complété par les frais financiers nets. Ce sont les nouveaux capitaux d'emprunt augmentés des frais financiers auxquels on déduit les montants alloués aux remboursements, à la trésorerie et aux produits financiers. Le service de la dette fait donc face à celui du placement ; l'intégration des produits financiers fait penser à l'existence d'un service de désendettement implicite.

la lecture des deux tableaux de financement ne permet pas de dire que l'équilibre financier s'effectue par un processus de bouclage ajusté. Elle oppose clairement un flux de trésorerie disponible (politique d'investissement et autofinancement) et deux grands types de financement externe (politique de financement). Ainsi, chaque flux net d'investissement observé au niveau de la firme traduit :

- soit la trésorerie réelle générée qu'elle affecte au désendettement, à la distribution de dividendes ou à la constitution d'un stock de trésorerie ;
- soit un besoin net de financement qu'elle couvre par la réalisation d'une stratégie de financement adéquat.

## Conclusion

Le concept d'EFN permet d'envisager une analyse spécifique du comportement financier des entreprises industrielles qui se sont impliquées dans des activités de placements financiers à court terme. Son adoption n'est pas neutre sur les méthodes classiques de l'analyse financière. En effet, elle bouleverse les règles de l'orthodoxie financière, notamment en ce qui concerne la composition et la signification du bilan, de la formulation de l'équation de l'équilibre financier et de la nature du risque financier. Cette démarche conduit au renouvellement de la méthode des ratios et de l'analyse par les flux dans un environnement où la spécificité des groupes est désormais reconnue. Pourtant, l'EFN recouvre le concept d'endettement financier brut et permet également d'expliquer un fait financier nouveau. Dès lors, il peut se

TABLEAU 2 : TABLEAU DES EMPLOIS ET RESSOURCES - ENTREPRISE B

(KF)	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Investissement productif	832	1398	2350	1412	1781
+ Acquisitions de participations et de titres immobilisés dont finalité stratégique	119	228	315	97	77
+ Variation des autres actifs immobilisés hors exploitation	100	212	243	220	741
- Cessions d'actifs et subventions d'investissement reçues	31	473	78	322	56
+ Variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation	5245	6953	7178	3536	10256
+ Variation des besoins en fonds de roulement hors exploitation	13	-1304	443	1369	1015
<b>A = EMPLOIS NETS hors activité de trésorerie</b>	<b>6278</b>	<b>7014</b>	<b>10451</b>	<b>6312</b>	<b>13814</b>
Valeur ajoutée (CDB)	18989	27731	33643	34902	39280
- Charges de personnel	17370	21318	23060	25777	26871
= Excédent brut d'exploitation (CDB)	1619	6413	10583	9125	12409
+ (ou -) Produits et charges hors exploitation	-396	-178	692	120	1313
• Autres opérations courantes					
• Opérations exceptionnelles					
• Transferts de charges					
• Rémunérations des participations et des titres immobilisés					
<b>B = Excédent brut global hors activité de trésorerie</b>	<b>1223</b>	<b>6235</b>	<b>11275</b>	<b>9245</b>	<b>13722</b>
<b>C = Impôts sur les bénéfices</b>	<b>392</b>	<b>1486</b>	<b>1710</b>	<b>963</b>	<b>839</b>
<b>(A-B+C) = BESOINS NETS DE FINANCEMENT hors trésorerie "actif" (Capacité si &lt; 0)</b>	<b>5447</b>	<b>2265</b>	<b>886</b>	<b>-1970</b>	<b>931</b>
<b>D = RESSOURCES ISSUES DE LA POLITIQUE EXTERNE DES FONDS PROPRES</b>	<b>-374</b>	<b>-1624</b>	<b>-1543</b>	<b>-762</b>	<b>2761</b>
• Flux de capital	-150	973	-176	-272	1728
. en capital	0	1123	0	0	2000
. en dividendes	-150	-150	-176	-272	-272
• Flux d'endettement net	-224	-2597	-1367	-490	1033
. en endettement net	644	403	-367	10	3033
dont var. de la trésorerie "actif"	615	500	500	-200	-300
. en frais financiers nets	868	3000	1000	500	2000
dont Produits financiers	315	300	600	400	900
+ Nouveaux emprunts	144	2384	2336	2415	9783
- Remboursements d'emprunts	232	350	1364	570	4369
+ Variation des concours bancaires courants	4652	623	4667	1969	639
+ (ou -) Variation de la trésorerie "actif"	2994	1887	-1393	-585	-2640
- (ou +) Frais financiers nets	1737	655	1817	4437	5243
. Intérêts	2605	3655	2817	4937	5543
. Produits financiers	868	3000	1000	500	300
<b>E = RESSOURCES ISSUES DE LA GESTION EXTERNE DES DETTES FINANCIERES</b>	<b>5821</b>	<b>3889</b>	<b>2429</b>	<b>-1208</b>	<b>-1830</b>
<b>(D+E) = RESSOURCES EXTERNES NETTES</b>	<b>5447</b>	<b>2265</b>	<b>886</b>	<b>1970</b>	<b>931</b>

TABLEAU 3 : TABLEAU DE FLUX DE TRÉSORERIE - ENTREPRISE C

(KF)	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Excédent brut global hors activité de trésorerie	3723	7036	7774	11360	12022
- Variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation	4258	3949	5621	7019	13571
<b>(A) = EXCEDENT DE TRÉSORERIE GLOBALE hors activité de trésorerie "actif"</b>	<b>-535</b>	<b>3087</b>	<b>2153</b>	<b>4341</b>	<b>-1549</b>
Investissement productif	832	1398	2350	1412	2781
- Subventions d'investissement reçues	0	374	26	82	0
+ Acquisitions de participations et des titres immobilisés dont finalité stratégique	197	320	247	141	892
+ Variation des actifs hors exploitation	22	120	312	176	-74
- Cessions d'immobilisations	31	99	52	240	56
- Impôts sur les bénéfices	392	1486	1710	963	839
<b>(B) = INVESTISSEMENTS NETS</b>	<b>1412</b>	<b>2851</b>	<b>4541</b>	<b>2370</b>	<b>4382</b>
<b>(C=A-B)=EXCEDENT DE TRÉSORERIE GLOBALE (après financement des investissements)</b>	<b>-1947</b>	<b>236</b>	<b>-2388</b>	<b>1971</b>	<b>-5931</b>
Augmentation ou réduction de capital	0	1123	0	0	2000
- Distributions de dividendes	150	150	176	272	272
<b>(D) = APPORTS DES ACTIONNAIRES</b>	<b>-150</b>	<b>973</b>	<b>-176</b>	<b>-272</b>	<b>1728</b>
Variation de groupe et associés dans dettes financières	29	-98	134	9	32
+ (ou-) Variation de la trésorerie "actif" (groupe et associés)	300	187	100	80	70
- (ou+) Frais fin. nets (groupe et associés)	650	500	1200	800	220
. Intérêts	1050	1150	2000	1115	270
. Produits financiers	400	650	800	315	50
+ Nouveaux emprunts	143	2384	2335	2413	9784
- Remboursements d'emprunts	782	350	364	570	1069
+Variation des concours bancaires courants	4652	623	4667	1969	639
+ (ou-) Variation de la trésorerie "actif"	809	-300	-193	-665	360
- (ou +) Frais financiers nets	2404	3155	2915	4135	5393
. Intérêts	3004	4205	4115	4935	5543
. Produits financiers	600	1050	1200	800	150
<b>(E) = FLUX NET DES OPERATIONS DE FINANCEMENT PAR DETTE (FOFID)</b>	<b>2097</b>	<b>-1209</b>	<b>2564</b>	<b>-1699</b>	<b>4203</b>
<b>(D+E)=FLUX DE FINANCEMENT GLOBAL NET</b>	<b>1947</b>	<b>-236</b>	<b>2388</b>	<b>-1971</b>	<b>5931</b>

concevoir comme un outil alternatif et substituable au concept antérieur sans donner lieu à des conflits.

Outre, la méthode de l'EFN n'est pas forcément pertinente dans toutes les situations d'entreprises. Elle ne peut s'appliquer efficacement que si on est en présence d'entreprises ayant une trésorerie en excès. Mais la définition que l'on en donne dans cet article présente des limites car elle n'est que théorique. Ainsi l'évolution des mentalités et le contexte économique et social poussent à raisonner aujourd'hui en termes d'EFN même si au demeurant cet indicateur induit une perte d'information sur l'importance de l'endettement brut et de la trésorerie "actif".

## Bibliographie

BARDOS (M.) ET LEFILLIATRE (D.), "Le poids des frais financiers dans les résultats des socié-

tés", *Bulletin de la Banque de France*, 1er Trimestre, Supplément Etudes, 1994.

BARDOS (M.), "La méthode des scores", Collection Entreprises, *Banque de France*, Centrale de Bilans, 1991.

Banque de France, *Méthodologie d'analyse financière*, S.A.M, Collection Entreprises-Banque de France, Centrale de Bilans, 1990.

BHATTACHARYA (A. K.), GALLINGER (G. W.), "Value, capital structure, and liquidity : simulation", in KIM (Y. H.) AND SRINIVASAN (V), *Advances in working capital management*, Vol. 1, p.49-65.

JENSEN (M. C.), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76, n°2, May 1986, p. 323-329.

KOULAYOM (H.), "Le renouvellement de la fonction de trésorerie au sein de la fonction financière de la firme", *Revue du Financier*, 1996, n° 106, p. 32-47.

LEVASSEUR (M.), *Gestion de la trésorerie*, Economica, 1979.

LUI (M.), "Problèmes posés par l'administration de la preuve dans les sciences de l'homme", *Revue Internationale de Systémique*, Vol. 4, n°2, 1990, p. 267-294.

MÉRIGOT (J.-G.), "La controverse sur le fonds de roulement : une nouvelle querelle des anciens et des modernes", *La Revue Banque*, n°411, Novembre 1981.

MEUNIER (H.), DE BAROLET (F.) ET BOULMER (P.), *La trésorerie des entreprises, Plans de trésorerie, Plans de Financement*, 2 tomes, Dunod, 1970.

PÈNE (D.) ET HUSSON (B.), "L'effet de levier de la dette et la détection de situations financières privilégiées", *Analyse Financière*, 1er et 2ème Trimestre 1981, p. 91-97.

POLLIN (J.-P.), "Turbulence financière et crise des politiques monétaires", *Revue d'Economie Financière*, n°5/6, Juin-Septembre 1988, p. 22-32.

SCHLEIFFER (A.) and VISHNY (R. W.), "Liquidation values and debt capacity : a market equilibrium approach", *Journal of Finance*, September 1992, p. 1343-1366.

WILLIAMSON (O. E.), "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance*, n°43, July 1988, p. 567-591.

## Notes

a) L'auteur remercie Alain Liatard de la Banque de France, qui l'a inspiré dans cette recherche. Les jugements et opinions exprimés ici n'engagent que son auteur. Cet article a été écrit pendant que l'auteur était chargé de mission à la Direction Générale du Crédit de la Banque de France. Aujourd'hui, il est économiste associé au CNUCED à Genève et chargé de cours à l'INTEC-Paris.

1) Ce qui pose la question de savoir si la trésorerie est réellement la contrepartie de la dette. Dans le rapport annuel sur les comptes de la nation publié par l'INSEE chaque année, la dette nette d'un agent économique est calculée par la différence entre les dettes et les créances, hors crédits commerciaux.

2) Voir : Rapport d'Etude de la Bossard Consultants et de la Banque Hervet publié dans la Correspondance Economique du 5 Janvier 1994.

3) Ceci est parfaitement cohérent avec les évolutions de l'environnement financier. Parfois, et

ce de plus en plus souvent, la politique de trésorerie et celle du financement s'effectuent au sein d'une même unité. De plus, le poids élevé de la politique de trésorerie au sein de la fonction financière peut justifier le traitement de la trésorerie comme un moyen de lissage du financement par dettes. Cela permet à une entreprise qui utilise de manière régulière des instruments de trésorerie d'optimiser sa politique d'endettement. En aucune façon, il n'y a lieu de parler d'affectation d'une ressource à un emploi si l'hypothèse d'homogénéité est retenue. L'indépendance entre ressources et emplois, énoncée par la théorie financière, n'est donc pas en cause.

4) C'est-à-dire une sorte de dette négative. Ce qui ne signifie pas que les actifs liquides sont entièrement financés par de la dette mais qu'en présence de trésorerie en excès, le désendettement est le comportement le plus compatible avec la théorie financière qui tente de s'affranchir de la contrainte de liquidité. On raisonne "comme si".

5) Cette proposition est complètement vérifiée lorsque le risque de transformation est nul.

6) Frédéric Saint Geours, directeur financier du groupe Peugeot SA-Peugeot-Citroën, cité dans ARBILLOT (P.), MABILLE (P.) et SABATHIER (N.), "La dette, vice ou vertu pour l'entreprise ?", *MTF* N°10, Mars/Avril, 1989, p.11.

7) Le financement propre représente la somme des postes "capital social", "primes" et "réserves d'autofinancement (résultats, amortissements et provisions).

Voir Banque de France (1990).

8) Les frais financiers sont imposables au taux de l'impôt sur les sociétés alors qu'il est généralement appliqué un taux spécifique aux produits financiers.

9) Sous l'angle de la loi bancaire du 24 juin 1984, une société autre qu'un établissement bancaire, ne peut recevoir des prêts à moins de 2 ans, sauf s'il s'agit de prêts reçus des établissements autorisés à effectuer des opérations de crédit en vertu de la loi. L'article 12 de la loi du 24 janvier 1984 relative aux sociétés d'un groupe ayant entre elles, directement ou indirectement, des liens de capital confie à l'une des entreprises liées, un pouvoir de contrôle effectif sur les autres. Il autorise donc les opérations de trésorerie intra-groupe.

10) Les autres formes de participations non consolidées, les créances rattachées à des participations, les créances rattachées à des sociétés

en participations, les titres immobilisés (les actions, les autres titres, les obligations, les bons), les prêts (les prêts participatifs, les prêts aux associés, les prêts au personnel et les autres prêts), les dépôts et cautionnements versés et les autres créances immobilisées (les intérêts courus et autres créances immobilisées).

11) Cf. : IASC, "Financial instruments", Exposure Draft E48, January 1994.

12) Il correspond ainsi aux instruments de dettes diminués des instruments de trésorerie.

13) Premièrement, la relation de trésorerie est inapte à saisir convenablement le risque d'insolvabilité : une entreprise peut être solvable malgré l'absence d'un fonds de roulement positif et réciproquement. Deuxièmement, la formule rejette le principe de l'unité de caisse et de non-affectation des ressources aux emplois s'opposant ainsi à l'hypothèse d'indépendance

entre le choix de financement et la décision d'investissement proposée par la théorie financière. Troisièmement, la trésorerie y est présentée comme une variable d'ajustement entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs : en cas d'insuffisance du fonds de roulement, il doit être possible à l'entreprise de boucler son cycle de financement par le recours à des concours bancaires courants.

14) EBG pour excédent brut global, PF pour produits financiers non inhérents à la fonction de production.

15) Au Canada, au chapitre 1540 (1985) du manuel de l'ICCA (Institut Canadien des Comptables Agréés) ; aux Etats-Unis par la SFAS 95 de la FASB ; en France par la recommandation 1-22 (1988) de l'OECCA ; en Grande Bretagne par la norme de l'ASC et la norme IAS 7 (1992) de l'IASC.

# Sommaire

<b>Dossier : Le Sénat s'intéresse aux questions bancaires et financières</b>	<b>1</b>
• <b>Modernisation du droit des sociétés et réalisme des pratiques financières</b>	<b>2</b>
Jean-Guy Degos <i>Professeur des universités - Université Montesquieu - Bordeaux IV</i>	
• <b>Le rapport Marini, les sociétés faisant appel public à l'épargne et la modernisation du droit des valeurs mobilières</b>	<b>13</b>
Didier Baraderie <i>Chargé de cours à l'IAE-ITEC - Université Montesquieu - Bordeaux IV</i>	
• <b>Banques : votre santé va-t-elle s'améliorer ? Une évaluation des propositions du rapport Lambert</b>	<b>17</b>
Eric Lamarque <i>Docteur ès Sciences de Gestion - ATER à l'Université Montesquieu Bordeaux IV</i>	
<b>Articles</b>	
• <b>Nouvelle méthodologie d'analyse financière : le concept d'endettement financier net</b>	<b>27</b>
Henri Koulayom <i>Docteur en Sciences de Gestion</i>	
• <b>Le point sur les méthodes d'analyse financière des communes en France</b>	<b>41</b>
Laurence Ravary <i>Chargée de Conseil financier aux collectivités locales - Caisse des Dépôts et Consignations</i>	
• <b>De l'analyse à la stratégie : la gestion des risques financiers</b>	<b>59</b>
Jean-Guy Degos <i>Professeur des universités - Université Montesquieu - Bordeaux IV</i> Stéphane Griffiths <i>Maître de conférences - I.A.E. université de Poitiers</i>	
• <b>Taux d'intérêt nominaux et résultats d'exploitation des établissements financiers.</b>	<b>71</b>
Mamadou N'Dao <i>Fondateur de pouvoir au Crédit Industriel de Normandie, Professeur associé à l'université de Rouen, Membre du Centre de recherches des activités bancaires et boursières</i>	
<b>Chroniques</b>	
• <b>Chronique Bibliographie</b>	<b>78</b>
Fabrice Dion <i>ATER, Université Paris V</i>	
• <b>Chronique de droit des sociétés et de droit bancaire</b>	<b>80</b>
Etienne Michelle <i>Cadre supérieur de banque</i>	