

JACQUES HARTWIG

Objectivité des données financières des entreprises et leur utilisation. (2e partie)

Journal de la société statistique de Paris, tome 120, n° 4 (1979), p. 218-223

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1979__120_4_218_0

© Société de statistique de Paris, 1979, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

OBJECTIVITÉ DES DONNÉES FINANCIÈRES DES ENTREPRISES ET LEUR UTILISATION

(Communication faite le 30 mai 1979 devant les Sociétés de statistique de Paris et de France)

2^e partie

Jacques HARTWIG

Directeur général adjoint d'Élysées-fonds et d'Élysées-gestion (Crédit commercial de France)

L'utilisation objective des données financières des entreprises, notamment pour améliorer l'information financière, est une ambition déjà ancienne. Le plan comptable général, les centrales des bilans, les tableaux emplois ressources, étaient des solutions des années 1960. La question reste toujours d'actualité à l'aube des années 1980. Elle reste difficile, car il convient de prendre en compte les effets de l'inflation, de nouvelles méthodes d'évaluation des entreprises sur des bases présentes et futures. L'objectivité apparaît alors comme une notion relative dans le temps, avec une exigence de plus en plus grande, sans toutefois que le degré de certitude finale en soit absolument renforcé.

The objective use of financial data of firms, above all to improve the financial information has been an ambition for a long time. The general accounts design, the balance centralizing offices, the occupation resources tables were efficient solutions in the 60's. The matter is still topical in the early 80's. It remains difficult because it is necessary to take into account the effects of the inflation, of new assessment methods of firms on present and future bases. The objectivity appears as a notion relative in the time, with an increasing demand without yielding yet a strengthened final certitude degree necessarily.

Die objektive Verwendung der finanziellen Tatsachen der Betriebe besonders für eine bessere finanzielle Information ist ein schon alter „Ehrgeiz“. Der allgemeine Finanzplan, die Zentralisierung der Bilanzen, die Tafeln Belegschaft und Geldquellen, waren Lösungen der sechziger Jahre. Die Frage bleibt immer aktuell zu Beginn der achtziger Jahre. Sie ist deshalb schwierig, denn man muss die Auswirkungen der Inflation in Betracht ziehen. Man muss neue Methoden entwickeln für die Bewertung der Betriebe auf der gegenwärtigen und zukünftigen Basen. Die Objektivität erscheint also wie ein relativer Begriff in der Zeit mit einer immer grösseren „Anforderung“ ohne dass am Ende der Grad der endgültigen Sicherheit an sich auch nur im geringsten verstärkt wird.

Dans ma nouvelle fonction de responsable d'une Société de gestion de fonds communs de placement, je suis amené à rencontrer des responsables du monde ouvrier ou syndicaliste, des représentants des salariés d'entreprises.

Ce contact d'information est très différent de celui qu'on a communément en fréquentant le monde courtois et averti des financiers qui connaissent toutes les règles, même si parfois il leur arrive d'en oublier quelques-unes.

C'est un contact qui rajeunit. Il me rappelle la profession de mes premiers jours comme lorsqu'en 1960 par exemple, je venais devant votre honorable société vous présenter sous les auspices de M. François Bloch-Lainé, les buts et méthodes d'une Centrale de Bilan. Devant un public qui n'est pas un public d'initiés aux règles de la comptabilité et de la finance, on rencontre toujours dans l'effort d'information et d'explication objective le même sentiment poli et un peu incrédule, devant la jonglerie qui consistera, à partir de chiffres faux par essence, à parvenir à des analyses économiques qui devraient être exactes.

C'est le fossé apparent entre l'information objective et les règles comptables.

Il ne s'agit certes pas de contester que les chiffres comptables, les données financières que nous présentons, reposent sur des additions erronées. Non, l'ordinateur y veille !

Mais peut-on oublier la suspicion glacée dont on entoure les concepts de « valeur des immobilisations, des portefeuilles, des prévisions budgétaires, des perspectives de rentabilité, des projections de structures de financement ».

« Le bilan est un cimetière de chiffres », vous redira-t-on.

L'INFORMATION ET L'UTILISATION OBJECTIVE DES DONNÉES DES ENTREPRISES LORS DES ANNÉES 1960

Il appartient au mérite des années 1960 d'avoir posé clairement, en France, les termes d'analyses des comptes de sociétés en concepts standardisés, d'avoir dégagé les notions toujours florissantes de tableaux d'emplois et de ressources, de tableaux de financement, de définir les termes comptables d'investissement et d'autofinancement.

L'analyse financière prenait corps en France, construisant une terminologie commune et des entités économiques correspondant à un calcul annuel exact, en francs courants, des ressources et emplois des entreprises, de leurs marges brutes et nettes.

Des données financières, comptables, on extrayait des données à valeur économique qui permettaient, entre autres, d'élaborer la comptabilité économique, mais aussi à ce que les entreprises grâce à leurs directeurs financiers, à leurs experts comptables, sous la pression des autorités publiques de tutelle, adoptent le même cadre, les mêmes tableaux homogènes. Vous les connaissez ! Ils viennent de vous être rappelés par M. Gilbert Mourre.

Alors que se profile l'horizon des années 1980, il est intéressant de voir si l'information objective peut en rester là.

Quelles sont les forces qui conduisent à utiliser les données objectives des entreprises pour aboutir à des nouvelles analyses, la présentation de nouveaux tableaux comptables et financiers qui viendront compléter le tableau de financement ? Va-t-on aller plus loin dans le monde passionnant mais troublant de la prévision économique et financière ?

L'INFORMATION ET L'UTILISATION OBJECTIVE DES DONNÉES DES ENTREPRISES LORS DES ANNÉES 1980

1° On assiste en effet, depuis quelques temps, à la publication tant par la Centrale des Bilans de la Banque de France que par celle de DAFSA des tableaux de flux pluri-annuels.

Ces tableaux sont frères des tableaux de financement précédents qu'ils complètent. Ils ont été conçus par M. Geoffroy de Murard, président du Centre de formation à l'analyse financière. Ils figurent dans les fiches que DAFSA-ANALYSE publie sur toutes les entreprises industrielles cotées. Ils peuvent être établis pour toutes les P. M. E.

La Banque de France les établit sur des dizaines de milliers d'entreprises que comporte sa Centrale de Bilans.

A quel besoin ces nouveaux tableaux répondent-ils?

C'est celui de la mesure des données économiques fondamentales de l'entreprise : valeur ajoutée — l'investissement — la rentabilité, *en les corrigeant des effets de l'inflation*; ils mesurent les équilibres du financement interne et externe, toujours en corrigeant la croissance observée des effets de l'inflation.

Le tableau pluriannuel des flux financiers regroupe l'ensemble des flux entrés et sortis d'une entreprise, qu'ils proviennent de l'exploitation (comptes de résultats) ou qu'ils correspondent à des mouvements du patrimoine (tableau de financement) : il assure donc une synthèse entre ces tableaux de données présentés généralement d'une façon séparée.

La séquence choisie répond à la nécessité (en bonne gestion ainsi que pour les besoins de l'analyse externe) de séparer les flux en deux catégories : les flux économiques (ventes, achats, investissements, etc.) et les flux financiers (frais financiers, ...). Ceci permet d'analyser la capacité de la société de financer sa croissance de façon autonome, par le biais du Résultat brut d'exploitation.

Utilisation générale du tableau de flux

Le tableau pluriannuel de flux financiers permet de mesurer :

- a) la performance industrielle qui se lit dans le taux de croissance moyen, corrigé de l'inflation, de la valeur ajoutée,
- b) la capacité de l'entreprise à financer, par ses propres moyens, les besoins de cette croissance, que l'on constate au niveau du Solde « E »,
- c) l'aptitude de l'entreprise à obtenir des concours extérieurs récurrents (endettements, etc.); ceci s'exprime au niveau du Solde « F » (différence entre les ressources procurées par l'endettement total nouveau et les emplois financiers principaux que sont les Frais Financiers et l'impôt sur les sociétés),
- d) la capacité de l'entreprise de distribuer un dividende par des ressources récurrentes.

Ce tableau complexe fait apparaître un solde économique et un solde financier. Le solde économique s'il est positif, signifie que non seulement l'entreprise finance elle-même son exploitation, les besoins de sa croissance, mais qu'il reste un surplus qui est le supplément de rentabilité économique des capitaux par rapport à la croissance. S'il est négatif, il signifie que l'entreprise a eu recours, pour financer ces besoins, à des capitaux extérieurs.

Le solde financier représente le financement des besoins par l'endettement à long et court terme, financé après paiement des charges financières et de l'impôt. Il est, par conséquent, complémentaire du solde économique.

Mon objectif n'est pas de vous décrire la méthodologie de cette approche correctrice.

Là où l'orthodoxie comptable, financière et fiscale n'accepte que de raisonner en francs numériques, en francs courants, il apparaît objectivement et économiquement utile de présenter au public et aux chefs d'entreprises une approche plus réelle, c'est-à-dire *déflatée* de l'évolution des équilibres et des marges des entreprises.

Ce souci est une exigence de la pratique. Peut-être au-delà de l'adhésion de la Centrale des Bilans de la Banque de France, les pouvoirs publics appuyeront-ils aussi concrètement cet effort d'objectivité?

Ce tableau n'est aussi qu'une certaine *présentation* qui a recueilli l'adhésion de praticiens de la place (analystes financiers, experts comptables, experts de la Banque de France) : ce n'est pas un de ses moindres mérites.

Il débouche sur un diagnostic d'évolution, un modèle de prévision de structures de financement et de rentabilité, de la mesure de la possibilité de financement de la croissance des prochaines années.

Il s'agit alors, au-delà des tableaux de flux pluriannuels, d'une œuvre de consultant qui permettra aux chefs d'entreprises ou à qui le désirera, de disposer d'une vision prévisionnelle permettant de vérifier si les termes et conditions de la croissance sont réunis (fonds de roulement, financement, marges).

Est on toujours dans une approche et une utilisation objective ? Nous le verrons un peu plus tard.

2° Prenons maintenant un autre aspect de l'évaluation des entreprises.

Après les évaluations passées et présentes des entreprises, le souci constant et jamais atteint, est de procéder à des approches d'évaluation des entreprises qui tiennent compte de leurs *perspectives futures*

En effet, ce n'est que la recherche de la valeur actuelle des actions compte tenu de la croissance et des gains futurs de ces entreprises : ceci est nécessaire, par exemple, pour dégager une politique d'investissement à long terme pour un portefeuille de valeurs mobilières non spéculatif.

Depuis déjà de longues années, les analystes font des efforts considérables pour rationaliser et utiliser objectivement les données des entreprises, en mettant en œuvre notamment les séries statistiques, les banques de données, les modèles d'analyses et de comportements.

Le rôle de ces modèles mathématiques est de choisir un certain nombre d'hypothèses (et là est bien le danger) et de calculer les répercussions prévisibles sur les comptes de l'entreprise si l'on se réfère à un comportement passé eu en fonction d'une évaluation dont on analyse et présente la loi.

On peut dire, pour simplifier, que *les modèles d'évaluations de l'analyse financière* extérieure à l'entreprise se sont orientés dans trois grandes directions :

a) *Les modèles d'évaluation intrinsèque (encore appelés modèles d'équilibre)*

Ces modèles considèrent fondamentalement le cours en bourse comme le point d'équilibre entre l'offre et la demande et définissent la valeur d'une action comme la valeur actualisée d'un flux infini de dividendes espérés. Cette approche a été proposée dans les années 30 par des auteurs américains tels que S. E. Guild (1931) et J. B. Williams (1938). Reprise et développée par M. Gordon et E. Shapiro, elle a fait l'objet d'améliorations qui ont conduit à des modèles plus élaborés tels que ceux de C. Holt (1962) qui cherche à déterminer la durée espérée de la croissance exceptionnelle incluse dans le PER élevé d'une société de croissance, de Bates (1962) et Molodovsky (1965) qui ont conduit à l'élaboration de tables, instruments relativement souples et réalistes d'analyse de la structure du prix des actions.

Ces modèles se heurtent à un certain nombre de limites qui peuvent être résumées sous deux grandes rubriques :

- difficulté de déterminer avec précision la part de chaque variable explicative et problème de détermination du taux de rentabilité exigé par le marché,

- extrême sensibilité des modèles à la modification des variables : cette sensibilité a été mise en évidence, notamment par J. Peter Williamson (1971) dans son fameux exemple sur I. B. M. pour lequel il trouva des cours anticipés allant du simple au triple selon les prévisions retenues.

b) *Les modèles de comportement (ou modèles de déséquilibre)*

Ces modèles ne reposent pas sur une théorie explicite du processus d'évaluation. Ils tentent de trouver les variables (internes à l'entreprise ou faisant référence au jugement du marché) qui expliquent le mieux possible le multiple $\frac{\text{Cours}}{\text{BPA}}$. La technique utilisée est la régression multiple où la variable expliquée est le PER et les variables explicatives sont diverses et dépendent des auteurs (taux de croissance des B. P. A. (1), taux de distribution des bénéfices, variabilité du bénéfice par action, etc.).

Citons, parmi ces modèles de déséquilibre, ceux de Whitbeck et Kisor (1963) à 3 variables explicatives, de Richard et Dorothy Bower (1969) utilisant 6 variables explicatives, de Malkiel et Cragg (1970).

Ces modèles souffrent des défauts inhérents à toute prévision fondée sur la régression. Une série de coefficients, même très significatifs, peut se révéler sans intérêt, voire dangereuse, au niveau de la prévision, et ceci juste après l'avoir calculée, si le marché a modifié, entre-temps, le nombre et le poids respectif des facteurs explicatifs.

Ces insuffisances justifient l'extrême prudence qu'il convient d'adopter à l'égard de ces modèles même si leur logique s'apparente à la démarche des analystes financiers qui, pour prévoir un cours, se réfèrent très souvent au comportement historique de la valeur.

c) *Le « Modèle de marché »*

L'originalité de ce modèle, qui met en évidence le concept de portefeuille et de diversification, est de rechercher non pas une valeur de l'action en soi, mais d'analyser sa rentabilité et son risque par rapport au marché.

Élaboré à partir des travaux de H. Markowitz et de W. Sharpe, il constitue la première explication cohérente et la première formulation de la mesure de la rémunération du risque, même si ce modèle repose sur un certain nombre d'hypothèses dont certaines ne sont pas conformes à la réalité.

Les fameux coefficients β permettent de mesurer la volatilité d'un titre ou d'un portefeuille par rapport au marché. S'ils sont un élément important de la compréhension de la structure des cours, ils ne doivent être considérés que comme facteur parmi d'autres.

L'approche souffre, en effet, d'au moins deux limitations importantes :

- l'existence d'un facteur résiduel important dans les équations de régression peut enlever au coefficient β une part non négligeable de sa valeur explicative,
- d'autre part, se pose la grave question de la stabilité des coefficients β dans le temps. De nombreuses études ont montré la faible stabilité des coefficients β des actions individuelles, alors que cette stabilité est beaucoup plus forte au niveau des portefeuilles.

CONCLUSION

Nous venons d'atteindre, sans doute, les limites actuelles liées à une utilisation qui se veut plus objective des données financières des entreprises et dont l'objectif final est d'arriver à une description et une évaluation présente et future de ladite entreprise.

Si l'on considère le chemin parcouru, il me paraît clair et évident, tout d'abord, que l'objectivité est *une notion relative*.

En 1960, le chiffre d'affaires pouvait être secret ou confidentiel. A l'heure actuelle, on peut se poser la question de savoir si l'estimation du futur est uniquement le rôle de l'analyste financier extérieur, ou si le responsable de l'entreprise ne devrait pas lui-même éclairer les termes d'une évaluation possible du futur.

Le métier est alors bien difficile tant pour l'analyste que pour le responsable.

L'expérience l'a bien démontré tant à l'étranger, notamment aux États-Unis, que lors des crises économiques et énergétiques que nous venons de vivre.

Il ne faut pas croire, cependant, que l'estimation du futur, fondée sur une recherche de l'objectivité, passe par l'obtention finale de *résultats certains*. C'est plutôt la recherche de scénarios divers dont on mesure les conséquences.

La recherche qu'est l'objectivité devient celle qui disposera des hypothèses susceptibles d'inclure la réalité de demain. Elle voudra alors mesurer les effets de telle ou telle décision politique ou économique qui portera ses fruits économiques et ses conséquences sur la grandeur ou la décadence de telle ou telle entreprise, demain.