

# ANALYSE FINANCIÈRE ET CAPITAL : UN RÉCIT ANALYTIQUE

-

Un narratif mêlant l'analyse financière et les conceptions du capital pour  
le banquier français et l'investisseur états-unien (1850-1970)

Victor Blondin

Master 2 Économie de l'Environnement, de l'Énergie et des Transports  
Parcours Modélisation prospective : Économie, Environnement, Énergie

Sous la direction de Alexandre Rambaud et Clément Morlat

Jury : Alexandre Rambaud, Jean-Christophe Bureau, Harold Levrel

Octobre 2023



CHAIRE  
COMPTABILITÉ  
ÉCOLOGIQUE



## Remerciements

Je tiens avant tout à remercier Alexandre Rambaud pour avoir accepté de me prendre en stage et pour l'intérêt du sujet qu'il m'a proposé d'explorer.

Je souhaite également faire part de ma reconnaissance à l'ensemble des membres de la Chaire de Comptabilité Écologique, pour leur accueil et leurs conseils. En particulier, les doctorants Clément Surun, Clément Boyer, Soline Ralite et Morgane Gonon, qui ont toutes et tous pris du temps pour moi. Mêmement, je tiens sincèrement à remercier Clément Morlat pour son accompagnement tout au long du stage.

Enfin, un grand merci à mes parents pour leur soutien constant, ainsi qu'à mes ami(e)s qui m'ont permis de garder la tête haute.

## Résumé

Étant donné l'urgence écologique, il est nécessaire que les entreprises réalisent une transition dans leur modèle d'affaires. Toutefois, pour que les entreprises puissent la piloter, elles doivent disposer d'une comptabilité adéquate ainsi que d'outils de gestion permettant une analyse intégrée. La Chaire de Comptabilité Écologique a mis au point une comptabilité qui étend une conception du capital non nécessairement productive aux capitaux extra-financiers. Dans ce modèle comptable, lorsque des capitaux sont employés, ils créent une dette, permettant de faire émerger des enjeux de solvabilité extra-financière. Dans ce mémoire, pour répondre au besoin d'analyse intégrée de ce modèle comptable, nous proposons de réaliser un récit analytique des méthodes d'analyse financière développées par le banquier français et l'investisseur états-unien sur la période 1850-1970, en lien avec deux conceptions du capital. Dans un cas, le capital doit nécessairement être maintenu dans l'entreprise, pour *in fine* être remboursé, dans l'autre, le capital est nécessairement productif.

Nous trouvons que pour le banquier, l'analyse financière s'est d'abord structurée autour de l'examen des garanties, puis, avec l'allongement des prêts dans le temps, elle s'est peu à peu centrée sur la compréhension des mécanismes de maintien du capital. L'analyse bancaire française semble tout à fait en phase avec la conception non nécessairement productive du capital, donc les outils développés peuvent être réutilisés pour formaliser une analyse intégrée. Du côté de l'investisseur états-unien, l'analyse pratiquée sur la période 1850-1900 témoigne d'une conception non nécessairement productive du capital, à rebours de ses développements ultérieurs. Dès le début du XX<sup>ème</sup> siècle, l'analyse financière de l'investisseur se structure autour de la question de l'accroissement du capital investi, d'abord dans le monde financier pour finalement atteindre l'entreprise. À la suite de nombreux développements dans son analyse financière, l'investisseur assimile l'entreprise au capital possédé, soit à sa capacité productive, et la pilote par la maximisation de son ROCE. Il appréhende alors tout objet gravitant dans et autour l'entreprise comme un risque ou une opportunité à l'accroissement du capital. Ce dernier schéma semble s'appliquer à l'heure de l'urgence écologique et constitue dès lors une menace significative à la transition des modèles d'affaires.

## Table des Matières

1. Introduction .....	8
2. L'analyse financière et la conception du capital : un récit analytique distinguant le banquier français et l'investisseur états-uniens (1850-1970)....	13
2.1.    Mi-XIX <sup>ème</sup> - fin XIX <sup>ème</sup> siècle.....	13
2.1.1.    Le banquier français : les débuts de l'analyse du maintien du capital .....	13
A.    Le ratio de solvabilité générale, un outil d'analyse financière de premier plan pour le banquier .....	14
B.    Les ébauches d'une analyse financière complexifiée chez le banquier : le tableau de flux de trésorerie du Crédit Lyonnais.....	14
2.1.2.    L'investisseur états-unien : les débuts de l'analyse par le capital au crédit .....	16
A.    L'emploi du ratio de dividende/capital nominal, une analyse de la rentabilité se rattachant au capital au crédit .....	17
B.    Les agences de rapportage du crédit : une appréciation de la solvabilité pour les investisseurs, témoignant d'une conception du capital au crédit.....	18
2.2.    Fin XIX <sup>ème</sup> siècle - 1958 .....	19
2.2.1.    Le banquier français : le développement de l'analyse financière par l'analyse des mécanismes de maintien du capital .....	19
A.    L'approche du capital au crédit par la surface et la situation financières (1900-1930)19	
B.    La formalisation de l'approche liquidative : le bilan liquidité – exigibilité (1930-1945)	21
C.    Vers une approche de l'entreprise dans l'optique de continuité d'exploitation (1945-1958) .....	24
2.2.2.    L'investisseur états-unien : la structuration d'une analyse d'investissement autour du capital productif.....	25
A.    La productivité du capital par les biens : capital matérialiste et analyse financière (1900-1930) .....	26
B.    Vers une conception de la productivité du capital par ce que <i>souhaite</i> l'investisseur : le capital fundiste (19 .....	30
2.3.    1958-1970 .....	38

2.3.1. Le banquier français : l'établissement d'une analyse financière par une compréhension des mécanismes de maintien du capital .....	38
2.3.2. L'investisseur états-unien : la théorisation de l'analyse d'investissement par le capital productif.....	40
3. Conclusions .....	43
4. Bibliographie .....	49

## Liste des figures

Figure 1. La structure du bilan liquidité - exigibilité (Colasse & Oxybar, 2021).....	24
Figure 2. La pyramide de du Pont (Davis, 1950). .....	36
Figure 3. Schéma du bilan fonctionnel (adapté de La bruslerie (2010), p. 106). Le FdR correspond au fonds de roulement. ....	39

## 1. Introduction

Nous vivons une situation d'urgence écologique absolue. Ce n'est plus à démontrer, tant par l'alarmante succession des rapports des institutions scientifiques dominantes que par les premiers jets du tableau qui se dessine sous nos yeux d'année en année. Par-dessus-tout, le vivant se meurt, et verra une nouvelle extinction de masse si nous maintenons le statu quo, c'est-à-dire si nous ne protégeons par le climat et si l'être humain ne cesse pas de lui donner la mort. Par le vivant, nous entendons les *non-humains* tout comme les *humains*. Toutefois, nous marquons ici sur le papier la nécessité de sortir d'une approche anthropocentrée de la crise écologique, nous pensons sincèrement que c'est par un intéressement pour *l'autre* qu'une sortie de crise est envisageable, et *non autrement*. Seulement, il n'en est rien pour le moment. À l'heure actuelle en 2023, une myriade de réponses à la crise a vu le jour, mais il semble que seules les plus imparfaites, seules celles ne promouvant qu'un intérêt humain soient adoptées. C'est un tableau lugubre et empreint de tristesse, mais réaliste que nous peignons ici. Dans ce mémoire, nous essayons de mettre en évidence par l'histoire les développements du capitalisme financier et ses conséquences pour l'entreprise. Par ce travail, nous tentons de contribuer à mettre en lumière les réponses du capitalisme financier à l'urgence écologique. Conjointement, nous essayons modestement de pointer du doigt ce qui peut *faire partie* d'une réplique intéressante à l'urgence écologique, par un regard différent porté sur l'entreprise. Dans cette vision, l'entreprise existe pour elle-même et non pour accroître la richesse de ses propriétaires, il en découle que dans la perspective de sa survie, elle a *de fait* un *intérêt vital* pour *l'autre*. Rentrons dans le vif du sujet.

Posons notre regard sur l'entreprise. La comptabilité, tout comme les méthodes de compréhensions de l'entreprise, à savoir l'analyse financière, sont des systèmes de connaissance construits par et pour les humains, ils sont tout à fait subjectifs (Gensse, 1995) et dès lors reflètent par leur construction la volonté d'acteurs. Afin d'y intégrer les entités écologiques, les appels à changer en profondeur les systèmes de connaissances de l'entreprise se multiplient (Feger, 2019 ; Notat & Sénard, 2018). Néanmoins, ce nécessaire changement semble tomber sur un os, comme l'illustre la conclusion de cet article sur la transition écologique d'un fournisseur d'énergie italien : « we can say that there was no [...] change in our case organisation, to the extent that dominant economic-rooted assumptions concerning profit-seeking remained stronger than anything else » (Contrafatto & Burns, 2013). De telles formulations sont une constante dans la littérature, elles portent non seulement sur des entreprises particulières, mais également sur des institutions de très grande ampleur, à l'instar de l'IIRC (International Integrated Reporting Council), un cadre comptable initialement ambitieux en matière de soutenabilité pour l'entreprise. Plus précisément, il a été conclu que « IIRC has abandoned sustainability accounting. [This article] bases this conclusion on two considerations, [and the first is] that the IIRC's concept of value is 'value for investors' and not 'value for society' » (Flower, 2015). Il apparait que la transition des systèmes d'information de l'entreprise peut être significativement freinée étant donné l'emprise d'une minorité aux objectifs tout autres qu'écologiques : la maximisation de leur propre richesse. Dans une

telle situation, comment bâtir des systèmes de connaissance permettant aux entreprises de piloter leur transition écologique et de s'affranchir de l'impératif de maximisation de la richesse ? Le constat de Barbara Thomas en 1982, alors membre de la Security and Exchange Commission, nous apporte un éclairage de premier ordre sur l'historicité de l'impératif de l'accroissement de richesse en entreprise.

I find it somewhat amazing that for over five hundred years, indeed until the 1930's, the central focus of accounting and financial reporting was *on cash flow and solvency*. Yet, for the past fifty years -- which includes the entire lifespan of the Commission to date, and the period of greatest development of public external reporting in the United States -- the financial community has been obsessed with "the income statement and its all-important bottom-line figures -- *net income and earnings-per-share*.

Comment se fait-il qu'un tel changement ait eu lieu ? Pour mieux saisir les enjeux, nous pouvons tout d'abord nous questionner sur le concept de *performance*. La performance désigne généralement en entreprise « la réalisation des objectifs organisationnels », lesquels peuvent être fixés de manière externe ou interne (Bourguignon, 1997). Maintenant, penchons-nous les deux grands types de performance dont il est question ici : la *solvabilité* et la *rentabilité*. En premier lieu, la situation d'insolvabilité est très vite confondue avec celle d'illiquidité. Bagehot (1873), souhaitant distinguer l'une de l'autre présentait l'idée que la situation d'illiquidité est une incapacité à rembourser ses dettes en situation de crise, alors que celle d'insolvabilité serait arrivée dans tous les cas pour l'entreprise. Ce faisant, Bagehot pointait du doigt une caractéristique de la solvabilité : elle revêt un caractère structurelle, et ne renvoie pas nécessairement à un instant t. Autrement dit, la solvabilité est la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements financiers dans le temps, lesquels sont de nature multiple : salaires, taxes, dettes... Pour sa part, la rentabilité est un concept plus simple à appréhender, et correspond à « l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investis » (Hoarau, 2008). À partir de ce moment-là, questionnons-nous sur la nécessité de chaque performance pour l'entreprise. Pour exister, une entreprise a-t-elle besoin d'être rentable, autrement dit, a-t-elle besoin d'accroître la valeur des capitaux qui lui ont été apportés ? Aucunement. Par contraste, une entreprise doit *impérativement* rester solvable pour continuer à exister, c'en est la *condition*. Finalement, étant donné que la comptabilité et l'analyse financière reflètent *ce qu'attendent* les parties prenantes de l'entreprise, le constat de Barbara Thomas est révélateur d'un basculement dans la *raison d'être* de l'entreprise : elle n'existe plus *pour elle-même* mais dispose d'un nouvel objectif, celui d'*être rentable*, fixé de manière *externe*.

Nous faisons donc l'hypothèse que si l'entreprise n'existe pas *pour elle-même*, il est tout à fait normal qu'elle ne puisse pas prendre le virage qui lui est demandé vis-à-vis de l'urgence écologique. Pour que l'entreprise initie une réelle transition, il nous semble nécessaire *que sa raison d'être soit en jeu, soit sa solvabilité*.

Nous proposons de pousser plus loin l'analyse en mobilisant deux conceptions du capital dégagées de l'histoire par Jacques Richard et Alexandre Rambaud (Rambaud & Richard, 2017 ; 2019 ; Rambaud, 2023). La réflexion ainsi posée nous permettra d'appréhender *une manière* de construire un système de connaissance autour de l'entreprise permettant de piloter sa transition écologique. Nous extrayons ici de leurs travaux les caractéristiques des deux conceptions du capital permettant de réaliser notre analyse.

Dans le premier cas, il est considéré que le capital est une dette vis-à-vis des parties prenantes qui l'ont apporté, à savoir les banques et les actionnaires. Pour cette raison, nous désignerons cette conception du capital par *capital au crédit*. Ce capital n'est pas nécessairement productif : il doit être *maintenu* dans l'entreprise et *in fine remboursé*. Plus concrètement, le capital est dépensé dans des emplois sous la forme d'actifs, et ceux-ci doivent générer assez de revenu pour rembourser la dépense. Si l'emploi génère assez de revenu pour rembourser la dépense, alors le capital est alors dit *maintenu*. Il en résulte que la nécessité de maintien du capital pour qu'il soit *in fine* remboursé est extrêmement proche de l'impératif de solvabilité dans l'entreprise. Cette conception du capital est d'ailleurs généralement associée au prêt bancaire. La comptabilisation du capital est également très importante : il est gardé dans sa valeur initiale d'entrée dans la comptabilité ou en valeur liquidative, c'est-à-dire en coût historique ou en comptabilité statique. De la même manière que pour la solvabilité, la nécessité de maintien du capital renvoie à la raison d'être de l'entreprise : sans le maintien du capital, l'entreprise ne peut pas exister. Étant donné que le capital doit *seulement* être maintenu, et non nécessairement générer un surplus en sus de la maintenance (profit), il est considéré que l'entreprise existe pour elle-même et dispose de fait d'une substance propre. Il en découle que si l'entreprise dispose d'un profit, celui-ci va en priorité être réinvesti, et non nécessairement extrait. Il est possible que le propriétaire extrait du profit de l'entreprise, mais l'existence de celle-ci sera mise en priorité. La conception du capital au crédit est restée similaire sur les deux derniers siècles. Cette vision de l'entreprise est également en phase avec la théorie comptable de l'entité (Müller, 2014). Cette théorie admet l'idée qu'un usage de la comptabilité pour mesurer les flux de revenu d'une entreprise se raccorde avec l'entreprise existant pour elle-même, lorsque dans la perspective que ces flux satisfassent des obligations financières (et non des dividendes).

Dans la deuxième conception, il est considéré que le capital apporté à l'entreprise est *intrinsèquement productif*, c'est-à-dire qu'il doit systématiquement générer un surplus. L'impératif de productivité du capital correspond *exactement* à la *maximisation de la rentabilité* (l'accroissement du capital). Comptablement, la valeur initiale du capital apporté est « oubliée », le compte de capital ou Equity renvoie à la productivité des biens après déduction des dettes (actifs nets). La valorisation des biens varie dans le temps : elle se fait d'abord à l'aune de leur valeur de marché – capital matérialiste –, puis de la valeur actualisée des flux de revenus futurs – capital fundiste. Dans la perspective fundiste, le lien entre le profit et le capital est le taux de rendement, déterminé selon le ratio *flux de profit/stock de capital*. Enfin, dans cette conception du capital, l'entreprise existe pour le

propriétaire, si bien que les flux de profit générés lui sont d'abord dédiés, à place du réinvestissement. Cette vision de l'entreprise est en phase avec la théorie comptable du propriétaire (Müller, 2014). Cette théorie admet l'idée qu'un usage de la comptabilité pour mesurer la richesse d'individu se place en phase avec l'image de l'entreprise existant pour ses propriétaires.

Maintenant en présence de ces deux grands cadres de pensée, nous pouvons élargir notre réflexion pour mieux caractériser les évolutions passées des systèmes de connaissance de l'entreprise (la comptabilité et l'analyse financière). Nous allons voir que les deux conceptions du capital présentées sont intimement liées avec le changement historique dans la raison d'être de l'entreprise.

Richard (2015) nous renseigne bien sur les différentes phases de développement des comptabilités, et ses liens avec le capital. Sur la période 1800-1850, en Europe comme aux États-Unis, « the basic view of lawyers, such as Delaporte in 1808 [...] and Bedaride in 1854, was that the balance sheet must give an indication of the firm's ability to reimburse its debts in case of failure. Il apparaît que sur cette période, la comptabilité se rattache tout à fait à la conception du capital au crédit, dans le sens où la solvabilité était l'enjeu premier dans l'entreprise. Ceci peut être notamment expliqué du fait que les banquiers étaient les principales parties prenantes dans l'entreprise. La période 1850-1870 est marquée par l'arrivée des actionnaires comme parties prenantes dans l'entreprise, en Europe comme aux États-Unis, mais la comptabilité desservait encore complètement le banquier.

À partir des années 1870, les comptabilités évoluent, et ce de manière bien différenciée selon les pays. Isolons la France et les États-Unis. Dans le premier pays, l'émergence de l'actionnariat fait muter la comptabilité, passant de statique prudente au coût historique, c'est-à-dire que les biens et le capital sont non plus valorisés à l'aune de leur valeur de liquidation fictive, mais à l'aide de leur coût d'entrée en comptabilité, afin de stabiliser les profits et les dividendes. Finalement en France, bien que l'actionnaire ait fait ses marques, le nouveau système comptable correspond tout à fait à la conception du capital au crédit, c'est-à-dire que la solvabilité reste la performance maître. Aux États-Unis, l'arrivée des actionnaires bouscule bien davantage le système comptable, les actifs en coût historique doivent être réévalués si la valeur de marché est supérieure, les profits potentiels sont comptabilisés tandis que le capital renvoie à la différence entre les biens et les dettes (Lee, 1974). À compter de ce moment-là aux États-Unis, la solvabilité n'est plus la *seule* performance dont la comptabilité doit faire part : elle doit également intégrer la rentabilité. La comptabilité états-unienne est alors tout à fait en phase avec la conception du capital au débit.

Tout du long du XX<sup>ème</sup> siècle, les systèmes comptables aux États-Unis et en France ont suivi ces tendances, si bien qu'un premier contraste se présente par rapport aux dires de Barbara Thomas : il semble les systèmes de connaissance autour de l'entreprise ne reflètent pas tous la performance de rentabilité. Plus particulièrement, dans l'historique du cas français, il semble que la performance attendue des systèmes de connaissance ne soit pas nécessairement tournée vers la rentabilité, mais vers

la solvabilité, permettant à l'entreprise d'exister pour elle-même. Aux États-Unis, un paysage tout autre se dessine : la rentabilité prime dans les systèmes de connaissance de l'entreprise, celle-ci existe pour ses propriétaires.

Pour revenir à l'urgence écologique et la nécessité de réorienter les systèmes de connaissance de l'entreprise, une piste émerge vis-à-vis de notre hypothèse de travail : il existe des systèmes dans lesquels l'entreprise peut exister pour elle-même, et non nécessairement pour ses propriétaires.

C'est sur cette base qu'est construit le cadre conceptuel comptable CARE (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology) (Rambaud *et al.*, 2022). Plus précisément, la conception du capital au crédit (précédemment présentée) est étendue aux capitaux extra-financiers (capital-humain, capital-biodiversité...), pour considérer que leur emploi passe par leur mise en dette. Dans ce cadre, la *raison d'être* de l'entreprise passe par sa solvabilité financière *et extra-financière* (écologique, sociale).

Seulement, le cadre conceptuel comptable CARE n'est actuellement pas outillé pour réaliser une analyse intégrée de l'entreprise, c'est-à-dire permettant de piloter simultanément la solvabilité financière et extra-financière. Pour créer de tels outils, nous sommes partisans de l'idée que « The most appropriate direction for research should be to adapt existing tools and models of financial analysis in order to incorporate the impact of sustainability issues on the company's economic and financial performance » (Castro & Chousa, 2006). De la sorte, le gestionnaire n'aurait pas à entreprendre la compréhension d'un tout nouvel outil. Définissons ici ce que nous entendons par analyse financière : « [elle] constitue un ensemble des concepts, méthodes et instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière de l'entreprise, aux risques qui l'affectent, aux niveaux et à la qualité de ses performances » (Cohen, 2004).

Pour que l'outil d'analyse financière sélectionné soit adapté au modèle CARE, il faut qu'il permette d'analyser *les dynamiques de maintien du capital* dans l'entreprise. Nous devons donc comprendre dans quelle mesure l'outil sélectionné se rattache à la conception du capital au crédit. Par ailleurs, l'outil sélectionné doit également être situé, dans ses *développements historiques* et par rapports aux *outils d'analyse financière basés sur la conception productive du capital*. L'identification de ces dernières méthodes d'analyse financière permettra de mieux en saisir les aboutissements actuels vis-à-vis des enjeux environnementaux.

Compte tenu de ces besoins de recherche, nous proposons dans ce mémoire de réaliser une analyse historique des pratiques d'analyse financière du banquier français et de l'investisseur états-unien et de comprendre comment elles peuvent s'inscrire dans une des deux conceptions du capital.

Le choix des acteurs et territoires s'explique par l'historicité des développements des deux conceptions du capital, comme montré précédemment dans le cas de la comptabilité. Le travail réalisé est *exploratoire*, ce qui explique un tel cadrage. Méthodologiquement, le travail correspond à une revue

historique de la littérature première et secondaire portant sur les méthodes d'analyse financière desdits acteurs, doublée d'une analyse rattachant l'outil à une des deux conceptions du capital. La majeure partie du travail a consisté à comprendre les articulations entre les méthodes d'analyses financières et les conceptions du capital, et leur successifs développements historiques.

Pour finir d'introduire, le travail présenté dans ce mémoire est l'aboutissement d'un stage de 6 mois réalisé à la [Chaire de Comptabilité Écologique](#) du Centre International de Recherche pour le Développement (CIRED).

## 2. L'analyse financière et la conception du capital : un récit analytique distinguant le banquier français et l'investisseur états-uniens (1850-1970)

### 2.1. Mi-XIX<sup>ème</sup> - fin XIX<sup>ème</sup> siècle

Dans cette première partie historique s'étalant sur la seconde partie du XIX<sup>ème</sup> siècle, nous nous intéressons à l'analyse de la performance pour (1) le banquier en France, et (2) l'investisseur aux Etats-Unis. Sur cette période, l'enjeu premier et commun à l'ensemble des acteurs économiques préoccupés par l'entreprise était celui de la fiabilité de leurs comptes, lorsqu'elles en disposaient et les divulguaient (Chambost & Praquin, 2015). Les différentes méthodes d'appréciation de la performance que nous verrons dans cette partie sont donc structurées autour de ce problème. Par ailleurs, au XIX<sup>ème</sup> siècle aux États-Unis, le marché des capitaux a pris son envolée par contraste avec la France, où il est resté très peu développé. Conséquemment, l'investisseur a rapidement siégé à la table des parties prenantes de l'entreprise pour faire valoir son intérêt, alors qu'en France la banque est longtemps restée la principale partie prenante.

#### 2.1.1. Le banquier français : les débuts de l'analyse du maintien du capital

Nous nous intéressons ici à l'analyse financière pratiquée par les banques françaises durant la 2<sup>nde</sup> moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle. Avant de commencer, peignons les contours du tableau dans lequel se situe cette phase de l'analyse financière bancaire. Au XIX<sup>ème</sup> en France, les dirigeants d'entreprises ont une aversion toute particulière pour l'endettement à long terme, et occasionnellement ils appellent les banques pour financer le bas du bilan. Ainsi, il est rapporté que les grands groupes industriels français ne connaissent pas d'endettement de long terme sur la période 1836 – 1940 (Richard, 2015). Ce ressentiment à l'égard de la dette semble trouver son origine dans de multiples facteurs, parmi lesquels la responsabilité illimitée des propriétaires, associé à des lois de faillite sévères, ou encore le sous-développement du système bancaire. Il en résulte qu'en France, au XIX<sup>ème</sup> siècle, bien que le financement à long terme des

entreprises passe quelques fois par des augmentations de capitaux hors marché, sa modalité privilégiée est l'autofinancement.

Dans cette partie, nous nous intéresserons aux développements de l'analyse dans l'optique liquidative sur la période 1850-1900. Nous aborderons dans un premier temps le ratio de solvabilité générale dont l'utilisation était répandue chez les banques, puis nous étudierons une méthode avancée d'analyse financière, à savoir le tableau de flux de trésorerie du crédit lyonnais. Nous verrons que la première méthode illustre l'analyse de garantie, s'écartant de toute compréhension des mécanisme de maintien du capital, alors que la deuxième fait preuve d'une remarquable précocité sur ce sujet

#### A. Le ratio de solvabilité générale, un outil d'analyse financière de premier plan pour le banquier

L'analyse de l'entreprise n'était qu'émergente au XIX<sup>ème</sup> siècle pour les banques, mais la comptabilité les desservait. Plus particulièrement, celle en valeur liquidatives leur permettait avant tout de calculer le ratio de *solvabilité générale* (SG), lequel est de la forme *actifs totaux/dettes* (Richard *et al.*, 2018, p. 211). Il se calcule de la même manière par la suite avec la comptabilité en coût historique. Lorsque le ratio est supérieur à 1, l'entreprise est dite capable de rembourser l'ensemble de ses dettes par la vente de ses actifs en cas de *cessation d'activité*, reflétant bien l'optique liquidative.

Ce ratio témoigne tout à fait d'une conception du capital au crédit, dans la mesure où son objectif premier est l'appréciation de la solvabilité de l'entreprise considérée. Elle illustre analyse bancaire à court terme, se reposant essentiellement sur l'examen des garanties du capital apporté.

#### B. Les ébauches d'une analyse financière complexifiée chez le banquier : le tableau de flux de trésorerie du Crédit Lyonnais

##### 1) Le contexte de la création du tableau de flux de trésorerie

Dans les années 1870, il était courant que les gestionnaires amortissent de manière très significative les immobilisations pour masquer le résultat aux actionnaires. Nous allons voir que l'arrivée de premier schémas complexes d'analyse financière pour la banque consiste à interférer avec ces pratiques, et donc à gérer l'arrivée d'une nouvelle partie prenante dans l'entreprise. Nées respectivement en 1863 et 1864, les grandes banques françaises du Crédit Lyonnais et de la Société Générale avaient dans leurs débuts rassemblés des dépôts et les ont utilisés dans des spéculations ou dans des investissements industriels à long terme. Ce mode d'allocation de l'argent leur a fait défaut dès 1870 avec la guerre Franco-Prussienne, puis une dizaine d'années plus tard avec la Grande Dépression : les clients ont pratiqué des retraits massifs de dépôt, menaçant leur existence (Pohl, 1994, pp. 199, 200). Dans leur ensemble, les

banques françaises se sont donc retranchées sur les crédits à court terme, notamment sous la forme de l'escompte jusque dans les années 1930 (Bonin, 2000). Le Crédit Lyonnais fit figure de proue en revoyant sa politique dès 1870, puis l'année suivante, son président Henri Germain créa le Service des études financières (SEF) et le chargea – entre autres – de développer une méthode d'analyse de la *solvabilité* à court terme, et ainsi d'homogénéiser les pratiques du Crédit Lyonnais. L'aboutissement de ce groupe de travail suscite tout particulièrement notre intérêt : il prend la forme d'un tableau de financement, lequel est fondateur pour l'analyse financière contemporaine en France (Chambost & Praquin, 2015). Ce tableau de financement émergeait notamment en réponse à une contrainte dans l'appréciation de la solvabilité au XIX<sup>ème</sup> siècle : il est pratique fréquente pour les gestionnaires de dissimuler le bénéfice net de l'entreprise à l'aide d'amortissements significatifs, afin d'éviter le versement de dividendes aux actionnaires et ainsi permettre à l'entreprise de s'autofinancer (Lemarchand & Praquin, 2005 ; Richard, 2015).

## 2) La méthode du tableau de flux de trésorerie du Crédit Lyonnais

La méthode mise au point par le SEF consiste à approcher le bénéfice net déclaré avec deux grandeurs : la variation de *l'excédent de fonds de roulement* et le bénéfice brut d'exploitation. Pour la première, il est d'abord vérifié si (1) les réserves financent les immobilisations, puis si (2) le *fonds de roulement* (entendu comme l'actif circulant) est supérieur au passif circulant. Lorsque les deux conditions sont vérifiées, il est formé un *excédent de fonds de roulement*, lequel diminué des stocks correspond aux disponibilités immédiates (Praquin, 2006). Ces dernières constituent une mesure indépendante des manipulations comptables et les analystes du Crédit Lyonnais en comparent les variations d'années en années. Pour sa part, le bénéfice brut d'exploitation, information donnée aux banques sans plus de détail quant à son calcul, sert à assurer la cohérence de l'analyse. Sa mise en lien avec le bénéfice net et la variation de l'excédent de fonds de roulement permet alors de connaître la profitabilité réelle de l'entreprise et sa liquidité, donc sa capacité de remboursement (Praquin, 2006).

Pour remettre en perspective, la logique de *l'excédent de fonds de roulement* est tout à fait novatrice pour cette période et se retrouve dans l'analyse financière contemporaine, bien que le tableau de financement du Crédit Lyonnais n'ait pas connu de diffusion ni de développement dans les 60 années suivantes. Nous ferons d'ailleurs remarquer que le Crédit Lyonnais est un cas isolé pour l'époque : les Saint-Simoniens au XIX<sup>ème</sup> siècle se plaignaient du manque d'analyse des banques dans l'octroi des prêts, et de leur repos constant sur les garanties réelles (Bonin, 2000, p. 186). Cependant, il apparaît que la préoccupation pour le fonds de roulement et son lien avec l'amortissement était ordinaire dans le monde économique. En effet, Lemarchand (2005, p. 368) note que :

Le fonds de roulement est une des variables essentielles pour l'industriel du XIX<sup>e</sup> siècle, tout ce qui peut contribuer à l'augmenter est recherché ; tout ce qui l'entame est condamnable [...]. En particulier, tout

investissement effectué au détriment du fonds de roulement est dangereux ; la reconstitution en est urgente ; l'amortissement doit y pourvoir rapidement.

Il s'agissait donc pour l'industriel de reconstituer rapidement le fonds de roulement et pour le banquier de discerner l'investissement « réel » de la manipulation comptable.

Le tableau de financement du Crédit Lyonnais reflète très clairement conception du capital au crédit. Tout d'abord, l'appréciation de la solvabilité à court terme constitue ici la raison d'être de cet outil. Ensuite, pour le Crédit Lyonnais, il s'agit de déterminer le résultat réel de l'entreprise car il constitue un mesure de premier ordre pour mesurer la santé d'une entreprise : une entreprise ne maintenant pas son capital ne peut dégager de résultat.

Le rôle que joue la comptabilité révèle également que le capital est *a priori* conçu au crédit : elle est ici mobilisée afin d'estimer si l'entreprise génère assez de revenu pour faire face aux engagements vis-à-vis de ses parties prenantes, ce qui correspond bien à un usage de la comptabilité selon la *théorie de l'entité*.

Enfin, nous pouvons remarquer l'absence de l'emploi du terme capital dans cette méthode d'analyse financière. En particulier, on parle ici de *fonds de roulement*, et non pas de *capital roulant* comme il pouvait être le cas chez les industriels français dans ce temps (Lemarchand, 1993, p. 367), assimilant le capital à l'actif, soit au débit.

### 2.1.2. L'investisseur états-unien : les débuts de l'analyse par le capital au crédit

L'analyse de la performance pour l'investisseur trouve ses origines lors de l'essor du marché des capitaux aux Etats-Unis, dans l'après 1850 (Richard, 2015). Ce marché était essentiellement composé d'obligations, lesquelles servaient à financer les investissements massifs nécessaires au développement de l'industrie ferroviaire (Previts & Merino, 1979, p. 75 ; Richard, 2015). Pendant cette période, les développements de l'analyse financière étaient très lents et l'adoption de pratiques à grande échelle ne verra le jour qu'au début du XX<sup>ème</sup> siècle avec les publications de John Moody. En cause : les entreprises de l'industrie ferroviaires publiaient très peu, voire pas d'information financière pendant plusieurs années d'affilée (Previts & Merino, 1979, pp. 80, 81), et lorsque c'était le cas, les documents publiés étaient illisibles pour le commun des investisseurs. Ce dernier élément est bien illustré par l'extrait suivant du *Railroad Gazette*, (6 janvier 1893): « The annual report of a railroad is often a very blind document and the average shareholder taking one of these reports generally gives up before he begins ». Essayant de répondre à ce manque, Thomas Woodlock publiait en 1895 *The Anatomy of a Railroad Report* dans le but de permettre à chaque investisseur de l'industrie ferrovière « to obtain a fair of the real meaning of railroad reports », et dès lors « a clear idea of the state of his investment » (p. 3). Avant

la publication de ce livre, l'investisseur particulier ne disposait pas d'un cadre formalisé d'analyse et appréciait la performance des entreprises associées aux titres émis grâce à la presse financière et aux agences de crédit (Sylla, 2002). L'analyse financière était alors principalement réalisée par les agences de crédit, les banquiers d'investissement ainsi que les grandes fortunes, les deux derniers tendant à se confondre (Sylla, 2002 ; Previts & Merino, 1979, pp. 80-81). Les agences de crédit fournissaient une information régulière sur la réputation d'individus-entrepreneurs, évaluant leur solvabilité, tandis que les banques d'investissements jouaient le rôle d'intermédiaires financiers en achetant et distribuant des titres d'entreprises de chemin de fer, mettant leur réputation en jeu et disposant d'informations privilégiées sur les entreprises (Sylla, 2002). L'importance des banquiers d'investissement pendant cette période est tout à fait illustrée par cette expérience de pensée : « imagine the scale and scope of shareholdings in a world where firms and shareholders interacted directly without aid of third parties » (Waymire, 2007, p. 69).

Nous nous intéresserons dans un premier temps à une méthode d'analyse de la rentabilité couramment pratiquée par les investisseurs, le dividende/capital nominal, puis dans un second temps à l'appréciation de la solvabilité réalisée par les agences de rapportage du crédit. Ces dernières nous intéressent tout spécifiquement car les agences de notation, emblématiques de l'analyse du risque pour l'investisseurs du XX<sup>ème</sup> siècle, en reproduisent plusieurs grandes caractéristiques. Nous montrerons que chaque pratique se structure autour d'une conception du capital au crédit, non nécessairement productif.

#### A. L'emploi du ratio de dividende/capital nominal, une analyse de la rentabilité se rattachant au capital au crédit

Dans la deuxième partie du XIX<sup>ème</sup> siècle, l'analyse de la performance pratiquée par les investisseurs était principalement effectuée à l'aide du ratio *dividende/capital nominal* (Toms, 2010). Employé par les investisseurs et pour les investisseurs, ce ratio est de la forme *flux de profit/stock de capital*, il évalue une rentabilité de l'entreprise.

En l'occurrence, le ratio de *dividende/capital nominal* est tout à fait en phase avec la conception du capital au crédit. Plus précisément, par ce qui le distingue du ratio contemporain de *résultat/Equity capital*, appelé Return on Equity (ROE), lequel exprime tout à fait la position du capital au débit. Dans notre cas, il est pris le capital nominal, à savoir la valeur en *coût historique* du capital, ce qui va bien dans le sens du capital au crédit. La valeur du capital reste celle de départ, *a contrario* de l'*Equity capital*, pour lequel la valeur du capital évolue avec la productivité des actifs et la variation des dettes (soit les *actifs nets*). En ce qui concerne le dividende, tant que l'investisseur n'a pas la mainmise sur l'entreprise, il constitue le surplus mis à disposition des propriétaires, attendu qu'il ne mette pas en péril la capacité d'autofinancement de l'entreprise. Dans le cas du ROE, l'usage du résultat sous-entend que le propriétaire peut/va en extraire la totalité de l'entreprise.

## B. Les agences de rapportage du crédit : une appréciation de la solvabilité pour les investisseurs, témoignant d'une conception du capital au crédit

Pour l'investisseur, il semble que les prémices de l'analyse de titre trouvent pour partie ses origines dans les agences de crédit (Sylla, 2002), lesquelles rassemblaient et rendaient disponible des informations sur chaque propriétaire d'entreprise dans les Etats-Unis moyennant un abonnement (Weinberg 2018). En particulier, la Mercantile Agency fondée en 1841 par Louis Tappan a joué un rôle important dans leur développement, et vouait les informations publiées à répondre à deux questions : « would the individual succeed in business, and thus be able to pay his debts? and did he have the resources suggesting ability to pay his debts if the business failed? » (Weinberg 2018). Les informations fournies constituaient donc une appréciation de la solvabilité dans le temps et immédiate de l'entrepreneur, par sa capacité à réussir dans son entreprise et à disposer de ressources s'il échouait. La méthodologie employée dans les débuts de la Mercantile Agency nous renseigne bien sur la manière dont était comprise la solvabilité : il était estimé les « 3 C » tenant pour « Character, Capacity, Capital », le premier desquels était considéré comme le plus important car il faisait état de la réputation de l'individu (Weinberg, 2018 ; Lemercier & Zalc, 2012). En effet, durant cette période, la réputation était considérée comme déterminante dans la réussite d'un entrepreneur, appréhendée par sa personnalité : « Was he hard-working? Responsible? Reliable? Well-liked? Did he drink to excess? Gamble? Engage in sexual immorality? » (Weinberg, 2018). Le capital, ici compris au sens de la propriété à laquelle la personne a accès, jouait un rôle de second plan derrière la réputation, bien que les deux soient régulièrement associés.

Dès leurs débuts les agences de crédit ont un grand succès, elles prennent donc leur essor tout au long de la seconde moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle. Les informations publiées dans un livre prennent d'abord la forme d'un narratif, puis de notations dès 1857. Des dernières permettent (1) de vendre de l'information sous une forme pratique, (2) de camoufler la qualité de l'information dont disposent les agences et (3) de les déresponsabiliser les agences lorsque de mauvaises informations étaient fournies (Weinberg, 2018).

Les informations produites étaient vendues à l'ensemble des acteurs économiques : grossistes, importateurs, industriels, assureurs, mais aussi aux banques (Sylla 2002), lesquelles finançaient l'industrie ferroviaire au moyen d'obligations. Nous pouvons suggérer que ces agences de crédit ont contribué à l'essor du marché des capitaux, en fournissant aux banquiers-investisseurs et aux particuliers une analyse de la solvabilité des émetteurs d'obligations du secteur ferroviaire. Nous pouvons aussi noter que l'analyse n'était aucunement destinée à l'individu-entrepreneur en question, mais à ses parties prenantes potentielles et réelles.

Dans le cas des agences de rapportage du crédit, le but du narratif et par la suite de la notation est très clairement d'évaluer la solvabilité d'individus-entrepreneurs, par la réputation et l'estimations de

garanties en capital. La solvabilité est donc clairement conçue comme prioritaire pour l'individu-entrepreneur, rattachant à l'analyse pratiquée par les agences de crédit à une conception du capital au crédit.

## 2.2. Fin XIX<sup>ème</sup> siècle - 1958

Le début du XX<sup>ème</sup> siècle est marqué aux France comme en États-Unis par une accessibilité croissante aux systèmes d'information des entreprises, contrastant bien avec le XIX<sup>ème</sup> siècle. Ceci est dû à une régulation plus stricte quant à leur diffusion, à une moindre considération pour le secret des affaires, ainsi qu'à une demande toujours plus importante des parties prenantes (Bonin, 2000, p. 197 ; Sylla, 2002). Cependant, dans les deux pays, l'information disponible diffère singulièrement dans sa nature et dans l'utilisation qu'il en est fait. En France, la comptabilité est en *coût historique*, les actifs sont évalués à leur coût d'entrée et les profits potentiels ne sont pas enregistrés. Aux Etats-Unis, le système d'information des entreprises est dit en *entry-cost*, c'est-à-dire que les actifs sont valorisés à leur prix de marché, réévalués à hauteur des plus-values potentielles, et les profits potentiels commencent à être enregistrés (Richard, 2015 ; Lee, 1974). L'évolution conjointe des comptabilités des marque déjà bien la mainmise de l'investisseur sur le système de norme aux Etats-Unis (Richard, 2015), synonyme d'un marché des capitaux bien plus développé.

### 2.2.1. Le banquier français : le développement de l'analyse financière par l'analyse des mécanismes de maintien du capital

Sur la période 1900–1960, nous verrons que l'analyse financière pratiquée par les banques françaises connaît trois phases distinctes : une première centrée sur les garanties (1900–1930), une seconde formalisant l'approche liquidative avec le bilan liquidité-exigibilité (1930–1950), et une dernière caractérisée la transition vers une approche fonctionnelle de l'entreprise (1950–1960). À chaque période, il est également associé des perfectionnements dans le diagnostic financier et, de manière étroite, dans la compréhension des besoins de l'entreprise. Nous montrerons que ces pratiques sont emblématiques d'une conception du capital au crédit, extrinsèquement productif, dans la mesure où la question du remboursement du capital (la solvabilité) reste centrale, et conjointement, celle du maintien du capital se voit mieux comprise (la situation financière). Il est ici à noter que les caractéristiques du capital au crédit restent constantes dans le temps sur la période d'analyse, seules les manières de l'aborder évoluent, contrairement au capital au débit.

#### A. L'approche du capital au crédit par la surface et la situation financières (1900-1930)

Pour les banques françaises au début de XX<sup>ème</sup> siècle, l'escompte constituait le vecteur principal de prêt, consistant dans l'avance de garanties par les entreprises en échange de capital à court terme par les

banques. Au mode du prêt et à sa temporalité, il peut être associé une approche spécifique du capital au crédit. En effet lorsque les banques disposent de contreparties à court terme, elles ne sont aucunement incitées à comprendre les mécanismes de maintien du capital dans l'entreprise car elles disposent de leur capital sous une autre forme. Il en résulte que sur la période 1900–1930, l'analyse financière pratiquée par les banques françaises est essentiellement cadrée sur l'examen des garanties apportées. Néanmoins, hors prêt par escompte, d'autres moyens sont déployés par les banques pour apprécier la solvabilité des clients. Bonin (2000) résume bien la transition que voient ces pratiques au début du XX<sup>ème</sup> siècle : « Au « crédit personnel » s'ajoute de plus en plus une forme de « crédit réel » : l'on juge la surface et la situation financières de la société et plus seulement les qualités de moralité ou d'honorabilité des dirigeants, considérés également pour leurs talents de gestionnaires. » (p. 198). De la même manière qu'aux États-Unis avec les agences de notation, il apparaît que la réputation prenait une place prépondérante lors de l'accord de prêts. Concernant les critères évoqués par Bonin, celui de la surface financière faisait écho à la valeur de l'entreprise dans une perspective liquidative, et revenait à considérer le capital comme une garantie pour les créanciers, tandis que la situation financière s'apparentait à un plus moderne diagnostic de la santé de l'entreprise. Ce diagnostic revenait à évaluer la capacité de l'entreprise à maintenir le capital apporté, par exemple par le respect d'équilibre financiers. Toutefois, la compréhension des mécanismes du maintien du capital restait tout à fait préliminaire, tant vis à vis de ses futurs développements que du tableau de flux de trésorerie du Crédit Lyonnais, établi 30 ans plus tôt (voir 3.1.1, B). Par rapport à la méthode mise au point par le Crédit Lyonnais, nous pouvons dire que la compréhension de l'entreprise stagne tout à fait.

Nous n'allons pas nous pencher sur l'analyse financière propre à l'escompte, bien qu'elle soit dominante à cette époque, mais nous allons étudier celle de la surface et de la situation financières. Nous verrons que seules les compréhensions de ces deux concepts se retrouvent dans les évolutions futures de l'analyse financière du banquier.

#### 1) La surface financière, témoin d'une compréhension minimale des mécanismes de maintien du capital

L'analyse de la surface financière recouvrait essentiellement l'examen des garanties en capital. Ces garanties étaient constituées (1) des capitaux engagés dans l'entreprise par les associés, lesquels se retrouvaient dans le compte de capital, (2) de la fortune personnelle des associés (Praquin, 2007 ; Bonin, 2000). Il était notamment question de « rédui[re] le risque d'une disproportion excessive entre la dette et la surface financière du débiteur. » (Bonin, 2000, p. 39). Il s'agissait d'estimer les garanties des créanciers dans une perspective liquidative. Cette analyse s'inscrit tout à fait dans la conception du capital au crédit dans le sens où le capital doit être impérativement remboursé, bien que son maintien ne soit pas abordé. Cette méthode témoigne aussi de la compréhension encore balbutiante

de l'entreprise par les banques : ne sachant pas si l'entreprise est capable de maintenir le capital, l'analyse est portée sur le palpable. D'ailleurs, chez le Crédit Lyonnais, cette pratique n'est que rare (Praquin, 2007), attestant bien que la nécessité d'une garantie se substitue à la compréhension de l'entreprise.

## 2) La situation financière : une compréhension des mécanismes de maintien du capital dans les pas du Crédit Lyonnais

L'analyse de la situation financière de l'entreprise recouvre une constellation de pratiques, mais il se trouve une constante parmi celles-ci : l'estimation du fonds de roulement, entendu comme l'actif circulant. Il était conçu comme un indicateur de la capacité de l'entreprise à dégager des liquidités et de souplesse de trésorerie, et il ne fallait ni qu'il soit trop important, ni qu'il ne s'assèche (Bonin, 2000, p. 194, p. 199). L'appréciation de la situation financière touchait également à l'analyse de l'évolution « des immobilisations, du passif exigible (obligations, etc.), de l'actif disponible, de la valeur des stocks, de l'actif net, du bénéfice, de l'excédent de facilité sur les réalisations » (Bonin, 2000, pp. 213-214). L'analyse financière pratiquée par les banques pouvait donc porter sur des retraitements dans le temps, se rapprochant des méthodes développées par le Crédit Lyonnais. Cette dernière analysait la situation financière de ses clients en veillant à ne pas financer les emplois à long terme, car il était admis que seules les affaires courantes pouvaient être surveillées. Dans cette banque, il était également examiné les dividendes versés par l'entreprise, signe de bonne santé.

Dans l'ensemble, ces pratiques font le contour de l'analyse financière qui leur succédera. Elle révèle surtout qu'il existait de nombreuses règles tacites d'équilibre financier, et notamment pour le bas du bilan. Ces équilibres témoignent d'une conception du capital au crédit dans la mesure où elles témoignent de la capacité de l'entreprise à pouvoir perdurer son activité, et donc à pouvoir maintenir les capitaux apportés.

Néanmoins, le manque d'un cadre formalisé a pu pour partie expliquer le sous-développement de cette analyse, au profit de l'escompte, laquelle nécessite plus simplement d'apprécier la qualité des garanties. Avec la crise de 1930–1933, l'escompte a peu à peu été délaissé devant la difficulté à faire jouer la garantie des biens escomptés. L'analyse bancaire a alors évolué, et s'est concentrée sur une appréciation davantage allongée dans le temps de la solvabilité, bien que toujours à court terme : l'analyse de la liquidité. (Colasse & Oxybar, 2021, p.8 ; Haddad, 2017).

## B. La formalisation de l'approche liquidative : le bilan liquidité – exigibilité (1930-1945)

Dans les années 30 en France, la plupart des prêts n'étaient plus sous la forme de l'escompte, mais étaient toujours effectués à court terme. L'analyse financière bancaire a alors dû évoluer pour être en phase avec les prêts pratiqués, cette transition est passée par la formalisation d'un nouvel outil d'analyse financière, le bilan liquidité-exigibilité, lequel constitue l'aboutissement de l'approche liquidative. La réflexion entamée sur l'analyse de la surface et de la situation financières se retrouve poussée dans le bilan liquidité exigibilité (Colasse & Oxybar, 2021, p.8). Autrement dit, cet outil d'analyse financière mêle d'une part l'évaluation de la garantie pour les créanciers, et d'autre part formalise une analyse des mécanismes de maintien du capital, et en particulier du risque de non-maintien.

La construction du bilan liquidité-exigibilité se fait en reclassement le bilan (en coût historique), pour les actifs selon leur degré de liquidité, et pour les passifs selon celui d'exigibilité (figure 1). Les actifs liquides et les passifs exigibles à moins d'un an sont regroupés dans le bas du bilan, et isolent alors les éléments du bilan à la temporalité plus longue. Nous allons voir qu'il est également effectué des retraitements pour analyser ce bilan. Étant donné l'optique liquidative, les actifs et passifs sont à leur *valeur nette comptable*.

Tout d'abord, il est opéré un retraitement pour estimer la surface financière dans une perspective liquidative, en faisant la différence entre la valeur de vente de l'actif et les dettes externes, soit *l'actif net comptable*. Pour les créanciers, c'est une garantie préalable à l'octroi d'un prêt. Il est obtenu aussi appelé patrimoine net (La Bruslerie, 2010, pp. 101-103).

Il est important de noter que le calcul de *l'actif net comptable* est *radicalement différent* du calcul du capital par *les actifs nets* lorsque le capital est conçu au débit. Dans le cas du capital au débit, le capital est *comptablement* défini d'année en année par ce calcul, comme c'est le cas dans la comptabilité en entry cost, laquelle prévalait alors aux États-Unis. C'est aussi de cette manière qu'il est calculé l'Equity Capital dans la comptabilité en IFRS, ce qui correspond à ce que possèdent les actionnaires. En France, en comptabilité, les *capitaux propres* sont calculés *en sommant les éléments de passif interne*, ce qui est fondamentalement différent : ce n'est pas un calcul qui renvoie à la productivité des actifs de l'entreprise, le compte de capital n'est pas un *réceptacle de valeur*, mais la *reconnaissance d'une dette* envers une partie prenante (le propriétaire) (Rambaud & Richard, 2020, pp. 64-66 ; Rambaud, 2023). Le PCG ayant à un moment été ambigu sur ce sujet, nombre d'auteurs français se trompent en formalisant le calcul des capitaux propres par l'actif net comptable dans leurs manuels d'analyse financière. Le calcul de l'actif net comptable n'est *qu'un retraitement* et dès lors, ne saurait définir le capital. Ce concept d'actif net se retrouve d'ailleurs régulièrement dans l'histoire comme témoin du conflit créancier – actionnaire, (et donc schématiquement capital au crédit et débit) par exemple chez Burlaud (2022), lequel explique que dans les années 1860, : « Le principal souci du législateur était de protéger les intérêts des créanciers et des épargnants qui ont pour garantie un actif net qu'il convient de ne pas surévaluer. », les actionnaires souhaitant alors le versement de dividendes fictifs. Néanmoins,

l'actif net comptable est très étroitement lié au capital, dans la mesure où il est similairement conçu comme le gage des créanciers dans en droit français. C'est un élément qui se retrouve dans le jugement du tribunal de commerce de la seine du 28 octobre 1930, selon lequel « le gérant, utilisant le capital à payer ses dettes personnelles antérieures à la constitution de la société, commet une faute car il dilapide le gage des créanciers ». Pour résumer, en France, l'actif net comptable et le capital sont deux concepts qui peuvent se rapprocher, mais ils sont calculés d'une manière très différente, donc ils renvoient fondamentalement à des enjeux bien distincts.

Pour reprendre l'analyse du bilan exigibilité, il est (1) effectué le calcul de l'actif net comptable pour apprécier la surface financière de l'entreprise, laquelle doit nécessairement être positive pour l'octroi d'un prêt, et il est également analysé (2) la situation financière de l'entreprise. L'analyse de la situation financière de l'entreprise porte essentiellement sur le *fonds de roulement liquidité*, ou *fonds de roulement patrimonial*, ici compris dans le sens *actif circulant – passif circulant* (il se rapproche du BFR moderne). L'examen du fonds de roulement provient de l'établissement d'un principe d'équilibre financier, la règle d'or des emplois fonds selon laquelle les ressources à court terme ne doivent financer que les emplois à court terme (Haddad, 2017). Mis en application ici, le *fonds de roulement liquidité* doit être positif (sauf cas particulier) (Hoarau, 2008, p. 59). D'un côté, ce principe d'équilibre financier permet au banquier de s'assurer du remboursement des capitaux apportés par la disponibilité des ressources de long terme, c'est une marge de sécurité. D'un autre côté, ce principe d'équilibre financier définit dans l'entreprise des *conditions de maintien du capital*, en faisant en sorte que les dettes à court terme ne financent pas les emplois à long terme, et donc qu'en cas de crise de liquidité l'entreprise maintienne son activité. Un fonds de roulement liquidité négatif atteste pour le banquier d'un risque important d'insolvabilité, ce qui en fait un outil premier d'aide à la décision. L'établissement d'une telle règle par une partie prenante de l'entreprise se place bien en phase avec l'idée que l'entreprise dispose d'une substance qui lui est propre, rattachant l'outil à la théorie de l'entité.

Du fonds de roulement liquidité, il découle les ratios de liquidité, consistant non pas à faire une différence entre les éléments d'actifs liquides et le passif exigible, mais à rapporter l'un à l'autre. En faisant varier au numérateur les éléments d'actifs selon leur degré de liquidité, le banquier peut connaître la capacité de remboursement de l'entreprise à court terme, par les liquidités dont elle dispose. Ce sont les ratios dits de liquidité immédiate, courante et générale, qui illustrent bien la perspective liquidative.

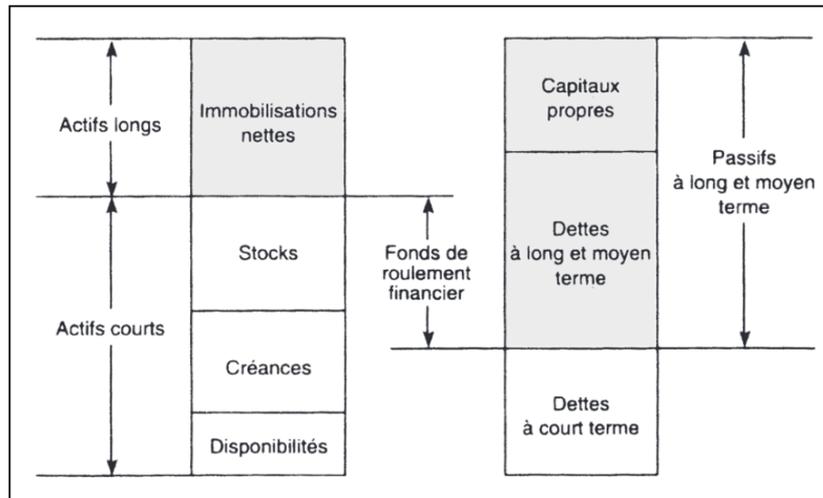


Figure 1. La structure du bilan liquidité - exigibilité (Colasse & Oxybar, 2021).

### C. Vers une approche de l'entreprise dans l'optique de continuité d'exploitation (1945-1958)

À la suite de la Seconde Guerre Mondiale, les besoins de reconstruction étaient très importants, il en était donc de même des investissements. Seulement, les banques étaient habituées à financer uniquement le bas du bilan, elles ont dû adapter leurs pratiques, et élargir l'offre de crédit. Ce développement est d'abord passé par des crédits d'équipement de trois à sept ans ainsi que par des crédits à longue durée, plus conséquents que ceux pratiqués auparavant (Haddad, 2017).

Les pratiques, quant à elles, ont dû évoluer car l'analyse de la solvabilité par la liquidité ne permettait plus aux banques de s'assurer du remboursement des prêts à long terme : c'est le passage à l'analyse financière dans l'optique de continuité d'exploitation. Durant la période 1945-1960, une première vague de méthodes font leur apparition : ce sont des ratios de solvabilité, permettant de juger des *capacités d'endettement* et de *remboursement* des entreprises (Colasse & Oxybar, 2021, p. 8 ; Haddad, 2017). L'établissement de telles méthodes atteste qu'avec l'allongement de la focale temporelle, de nouveaux questionnements émergent vis-à-vis du capital, à savoir si (1) l'entreprise peut disposer de davantage de capital sans altérer son équilibre financier, donc menacer sa capacité de maintien et *in fine* à rembourser, et si (2) l'entreprise dispose *a priori* de la capacité à maintenir le capital, pour *in fine* le rembourser. Ces deux questions sont bien distinctes l'une de l'autre.

Deux *ratios d'endettement* ont émergé, à savoir celui global et celui à terme. Les banquiers les ont spécifiés ainsi : *dettes totales/capitaux propres* pour le premier, et similairement *dettes à long et moyen terme/capitaux propres* pour le deuxième, ce sont des ratios de structure de passif (Hoarau, 2008, p. 47). C'est la mise en relation de ces ratios avec des normes bancaires qui permet d'estimer la *capacité d'endettement* (Hoarau, 2008, p. 60), normes faisant écho à l'établissement d'une deuxième règle d'équilibre financier. Selon cette règle, les dettes ne doivent pas être en trop

grande proportion relativement aux capitaux propres. Appliqué aux ratios d'endettement, celui global ne doit pas dépasser 2, et celui à terme 1. Ces ratios renvoient à l'idée de l'indépendance financière de l'entreprise, ils sont donc aussi appelés de la sorte. Nous verrons que l'utilisation de ce ratio afin de modéliser l'effet de levier se place dans une logique tout à fait orthogonale à celle développée ici, qui est caractéristique du *capital au crédit*. D'ailleurs, la comptabilité à la base des ratios ici est celles en *coût historique*, témoignant également de la conception du capital au crédit.

Concernant les *ratios de remboursement*, les banques ont dû s'intéresser à la capacité de l'entreprise à maintenir le capital apporté, et ce, en étudiant la capacité d'autofinancement. En divisant les dettes à long et moyen terme par la capacité annuelle de l'entreprise à générer des revenus par son exploitation, il est obtenu une estimation du nombre d'années que l'entreprise mettrait à rembourser ces dettes. Le ratio est de la forme *dettes à long et moyen terme/CAF*. Il est commun de considérer une marge de sécurité maximale de trois années à rembourser les dettes à long terme, c'est également une nouvelle règle d'équilibre financier (Haddad, 2017).

### 2.2.2. L'investisseur états-unien : la structuration d'une analyse d'investissement autour du capital productif

Tout au long du XX<sup>ème</sup> siècle, l'analyse financière pratiquée par les investisseurs états-uniens est structurée autour du questionnement suivant : « comment accroître le capital investi ». Dans une telle perspective, le capital est *d'emblée* conçu comme *productif*, et de la manière dont il est défini découle une approche associée de la productivité. Ce questionnement autour productivité du capital se traduit également par une recherche de la rentabilité, étant donné que la rentabilité peut être définie comme « l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investis » (Hoarau, 2008, p. 88). Nous remarquerons néanmoins que pour l'investisseur, le périmètre de recherche de la rentabilité ne se restreint pas à l'entreprise contrairement à la définition proposée, mais est élargi pour intégrer l'ensemble des paramètres susceptibles de la faire varier. Par ailleurs, les gains issus de la productivité du capital sont bien différents de ceux provenant de la spéculation boursière, ces derniers consistant à jouer sur le différentiel entre le cours boursier et la valeur dite réelle de l'entreprise, à savoir sa capacité productive. Soulignons également que l'analyse financière de l'investisseur est dite *structurée* autour l'accroissement du capital investi, dans le sens où elle n'est pas seulement consacrée à y répondre, mais par son architecture elle *norme* un niveau de rentabilité et de risque.

Sur la période 1900–1930, nous allons voir que le capital renvoie aux biens, et dès lors sa productivité dépend du *niveau de stock de biens* : c'est ce que Hicks (1974) appelle le capital matérialiste. L'investisseur cherchant à accroître son capital investi, l'analyse financière consiste principalement à cerner la valeur réelle de la propriété pour s'assurer de la productivité du capital. À ce stade-là, l'investisseur n'a pas la mainmise sur l'entreprise, son analyse en est externe.

À partir des années 20–30, nous allons montrer que la conception du capital évolue progressivement pour se détacher du stock de biens : il se confond avec l'Equity et correspond à l'actualisation des dividendes futurs. Il renvoie alors à un fonds productif, et sa productivité est déterminée par son *taux de rendement* : c'est la transition vers une conception fundiste du capital (Hicks, 1974). L'analyse financière associée repose sur la détermination de la valeur intrinsèque de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité productive, par l'actualisation de ses revenus futurs. Parallèlement à ces développements, alors que l'analyse financière de l'investisseur est externe à l'entreprise, il se développe un pilotage par le capital productif dans certaines grandes entreprises américaines dès le début du XX<sup>ème</sup> siècle. Illustrant l'arrivée de l'investisseur dans l'entreprise, cette gouvernance par le ROCE prend en ampleur tout au long du siècle, pour finalement servir de point d'appui à la finance moderne dans les thèses de Modigliani et Miller.

#### A. La productivité du capital par les biens : capital matérialiste et analyse financière (1900-1930)

##### 1) Le capital matérialiste : contexte et enjeux

Durant les 30 premières années du XX<sup>ème</sup> siècle aux États-Unis, il est répandu la croyance que le capital renvoie aux biens productifs, conviction trouvant notamment sa source chez les économistes classiques. Dans ce cadre, pour que l'investissement dans une entreprise soit rentable (s'accroisse), il faut s'assurer des biens de l'entreprise, autrement dit de sa propriété. L'analyse financière est alors structurée autour d'une conception matérialiste du capital. Burk (1988, pp. 47-54) nous renseigne bien sur cette croyance : elle se retrouve dès les premiers éléments de vulgarisation de l'analyse financière pour les investisseurs, dans la publication de 1895 de Thomas Woodlock ainsi que dans celles qui suivent de John Moody. Chez l'un comme chez l'autre, lorsque sont abordés les états comptables des compagnies ferroviaires, le bilan est l'objet central de l'analyse car il recense les biens de l'entreprise et spécifiquement ses infrastructures. Similairement à Thomas Woodlock, John Moody commence par communiquer ses méthodes d'analyse financière à l'aide de livres, et en 1906, dans *The Art of Wall Street Investing*, il érige deux principes pour l'investisseur : « The first is to place one's principal where it will be entirely secure, and the second, to gain as large a percentage of return as possible without in the least disturbing or lessening the security of the principal. » (p. iv). C'est sur ces mêmes principes que Moody fonde trois ans plus tard la première *agence de notation*, Moody's, dans un format similaire à celles des agences de rapportage du crédit : un abonnement permet à n'importe quel individu de se procurer son analyse financière, laquelle prend entre autres la forme d'une note. À cette même période, le marché des capitaux prend une envolée spectaculaire et cet essor est associé une demande d'autant plus importante pour une analyse financière, à laquelle Moody tente de répondre. Son but est notamment d'en formaliser une pour la multitude d'investisseurs particuliers, lesquels étaient déjà au nombre de 1 250 000 pour une

population de 62 millions d'habitants en 1893 (Previts & Merino, 1979, p. 77). Terrain privilégié des banquiers d'investissement au XIX<sup>ème</sup> siècle, l'analyse financière des investisseurs est alors vulgarisée, et en une vingtaine d'année, les agences de notation deviennent un incontournable pour les « petits » investisseurs (Sylla, 2002), au point que J.P. Morgan s'en serait plaint avant de mourir en 1913 (Wilson, 2011).

## 2) L'analyse financière de Moody('s) : l'appréciation du risque de non-productivité du capital

À partir de 1909, Moody publie chaque année un livre dans lequel se trouve une note pour chaque entreprise cotée, sa comptabilité, une explication générale sur la méthode de notation ainsi qu'une méthode « hors note » d'analyse financière. Initialement, Moody destinait sa publication à fournir une analyse financière complète des investissements, et la note n'était que secondaire (Wilson, 2011). À cet égard, ses manuels établissent une véritable science pour l'investisseur, fournissant une multitude de détails sur chaque document comptable, sur son interprétation, et surtout la mise en ratio de grandeurs économiques, une première.

Bien en phase avec la conception matérialiste du capital, dans l'analyse « hors note » de Moody, l'enjeu primordial est l'appréciation de la « true capitalized value » de l'entreprise, et en particulier, il s'agit de cerner si l'entreprise est « overcapitalized », à savoir si la valeur boursière de la société est supérieure à celle de sa propriété (Moody, 1917, p. 115). Pour y parvenir, il faut mesurer la « Net Capitalization », qui consiste dans la somme des actions et des obligations, à laquelle est ajouté une extrapolation des rentes de la propriété et retranché les investissements détenus par l'entreprise. La « Net Capitalization » représente dès lors pour Moody une « approximate worth of the property », c'est la clef de voute de son analyse. Pour apprécier la survalorisation boursière, il est mobilisé dans le ratio de « Net Income on Net Capital[ization] ». Une analyse en valeur absolue et tendancielle de ce rapport permet d'évaluer la « financial standing and strength » de l'entreprise. Une baisse dans le temps du ratio ou une valeur trop faible témoigne alors d'un excès dans la valeur boursière, et l'inverse d'une sous-valorisation, synonyme d'« earning power », soit une capacité du capital à s'accroître, à être productif, autrement dit à ce que l'investissement soit rentable.

En somme, l'analyse « hors note » de Moody revient à apprécier l'opportunité de chaque investissement, et notamment le risque associé, soit un risque de non-accroissement du capital. Autrement dit, c'est exactement un *risque de non-rentabilité* qui est ici apprécié par Moody's, et nous le désignerons de la sorte par la suite. Nous allons voir qu'il en est de même pour son système de note.

Le système de note de Moody porte principalement sur les obligations (les seuls titres notés au début en raison de leur importance), et revient à une *analyse de risque boursier*, c'est-à-dire à identifier l'ensemble des facteurs susceptibles d'affecter la variation boursière de l'entreprise étudiée. En effet,

dans son système de note, Moody réalise la distinction entre 2 types d'obligations : les unes sont dites « directly responsive in their prices to current interest rates in the financial markets rather than to fluctuations in earning power », de *haute qualité*, et les autres, « the values of which are almost exclusively affected by changes in earning power », de *basse qualité* (Moody, 1909, p. 122). Pour déterminer ce risque boursier, deux critères entrent en jeu : la « security » et la « salability » des titres. Le premier dépend d'un ratio de couverture d'intérêt et surtout de la qualité de la propriété associée en hypothèque, et le second est basé sur les échanges du titre en bourse, jugeant de la facilité à revendre le titre. Une obligation de haute qualité est notée « AAA. », puis « Aa. », « A » lorsqu'elle baisse, et ce, jusqu'à « Da », « D », « E » et « F ». Dans le système de Moody, une obligation bien notée présente peu de risques liés à l'entreprise, seul le marché est susceptible d'en affecter la valeur boursière, et plus précisément le taux d'intérêt.

Il est donc ici jugé de la capacité de remboursement de l'entreprise et de la facilité à revendre le titre dans la perspective d'identifier les risques *boursiers*, à savoir ceux qui peuvent mettre en péril la valeur de l'investissement. C'est donc à nouveau d'un risque de *non-rentabilité* dont on parle ici, conception de la performance au *fondement* du système des agences de notation. Précisons que pour Moody, ce n'est pas l'arbitrage *rentabilité/risque* qu'il évalue car pour lui, s'il y a un risque, c'est qu'il n'y ait pas de propriété, et donc pas de capacité productive. Par ailleurs, il est communément admis que les agences de notation évaluent le risque de crédit des entreprises, elles sont d'ailleurs appelées « credit rating agencies », mais l'objet de leur analyse n'est que pour partie le risque d'insolvabilité. Celui-ci est en effet d'une certaine manière « subordonné » au risque de non-rentabilité : tout pendant qu'une entreprise est rentable, elle existe et est *de fait* solvable l'instant t. D'ailleurs, Wilson (2011) fait également remarquer que mesurer le risque de crédit n'était pas le but de l'analyse :

Accordingly, Moody's manual makes clear that his 1909 security analysis and ratings system was intended to reflect an investment analysis, rather than a credit or default analysis, of railroad securities. More specifically, Moody's 1909 manual makes virtually no mention of railroad security defaults and associated credit risks.

Il apparaît néanmoins que les notes attribuées par les agences de notation ont très bien reflété les risques de défaut sur toute la première moitié du XX<sup>ème</sup> siècle, de même que l'arbitrage risque-rentabilité (Sylla, 2002). La méthode de John Moody ainsi que celles des agences de notation ayant germé dans par la suite ont donc été tout particulièrement performante pour les investisseurs. Ceci peut être expliqué par la présence d'un ratio de couverture d'intérêt dans l'appréciation du risque de *non-rentabilité*, ce qui, à nouveau, souligne bien la subordination de la solvabilité à la rentabilité.

### 3) Le capital chez Moody

Tout d'abord, du fait que la valeur de l'investissement est l'objet final de l'analyse, nous pouvons parler ici d'analyse d'investissement : il ne s'agit aucunement de réaliser un diagnostic de la santé de l'entreprise, mais du *risque lié à la valeur boursière* associée. C'est d'ailleurs un élément caractéristique de l'analyse financière pour le capital au débit.

Par ailleurs, dans l'analyse « hors note », le ratio de « Net Income on Net Capital » est de type *flux de profit/stock de capital*, donc de rentabilité, mais ici mobilisé dans une perspective matérialiste (et non fundiste) ; il est uniquement question de juger du niveau de stock de biens de l'entreprise car celui-ci détermine la *productivité*. Par contraste, dans la vision fundiste du capital, le ratio de *profit/stock de capital* correspond au taux de rendement du *fonds*, et est le lien premier et *immédiat* avec la capacité de génération future de revenus : il n'est pas réalisé de détour par la propriété. De même, la filiation matérialiste se retrouve dans le système de note : l'hypothèque, soit le bien productif mis en garanti, y prend une place prépondérante.

Les deux méthodes d'analyse d'investissement de John Moody s'ancrent tout à fait dans une conception matérialiste du capital, dans la mesure où elles consistent toutes les deux à s'assurer de la valeur de la propriété pour estimer la génération de revenus futurs. Nous ferons également remarquer que cet usage de la comptabilité est tout à fait en phase avec la théorie comptable du propriétaire.

Les deux méthodes sont cohérentes avec la logique économique derrière le capital matérialiste, mais qu'en est-il de la logique comptable ? John Moody pratique des retraitements dans son analyse afin de parvenir à des grandeurs telles que le « Net Capital ». Penchons-nous sur les modalités de son calcul. Pour arriver au « Net Capital », Moody part d'abord du « Gross Capital », lequel correspond à la somme des obligations, des actions ainsi que des revenus locatifs de l'entreprise de chemin de fer. À ce « Gross Capital », il retranche la valeur des investissements de l'entreprise dans d'autres entités, pour obtenir le « Net Capital[ization] ». Pour John Moody, la grandeur obtenue reflète alors au mieux la propriété de l'entreprise, plutôt que de se contenter des actions et des obligations. S'appuyant sur la comptabilité en valeur de marché (entry cost), Moody affine le calcul comptable du capital par des retraitements. Il note au sujet du « Net Capital » qu'il est « an approximate figures indicating the true capitalization » (1917, p. 25). Le capital est donc pour lui la valeur boursière « réelle », se rapprochant du concept de valeur intrinsèque, dans le sens défini par Graham et Dodd comme « value which is justified by the facts, e.g., the assets, earnings, dividends, definite prospects, as distinct, let us say, from market quotations established by artificial manipulation or distorted by psychological excesses » (1934, p. 17). Le sens de la valeur intrinsèque pour Graham et Dodd diffère toutefois légèrement de sa conception chez Moody, car elle reflète pour eux la capacité *directe* de l'entreprise à générer des revenus, tandis qu'elle est une bonne approximation de la propriété pour Moody, renvoyant à nouveau à la dualité fundiste/matérialiste.

## B. Vers une conception de la productivité du capital par ce que *souhaite* l'investisseur : le capital fundiste (19

Jusque dans les années 30, la conception du matérialiste du capital domine la place financière. Puis, avec la combinaison de facteurs économiques et juridiques, la conception fundiste du capital prend le dessus. Burk (1988) relate de façon très précise l'évolution dans les croyances structurant l'analyse financière des investisseurs au début du XX<sup>ème</sup> siècle. Son récit est tout particulièrement utile pour comprendre les tenants et aboutissants de la théorie financière moderne, nous le résumerons et le compléterons.

Commençons par mettre au clair les distinctions entre les deux conceptions du capital. Dans le sens fundiste, il est un *fonds productif* et non un ensemble de *bien productifs*, pour en déterminer les flux de revenus futurs il est nécessaire de connaître son taux de rendement, à savoir le ratio associé de *flux de profit/flux de stock*, et non la *valeur du stock* comme c'était le cas chez John Moody. La question de la valorisation du capital diffère alors fondamentalement : pour l'un le capital est évalué à l'aune de *sa conséquence*, en *actualisant* les flux de revenu futurs à l'aide de son taux de rendement, alors que l'autre l'est à partir de *sa cause*, soit la somme des valeurs de marché des biens le composant (Rambaud, 2023).

### 1) D'une productivité par les biens vers une productivité par *l'envisageable* : dans le monde financier, la transition vers le capital fundiste (1920-1958)

Le changement d'un paradigme à l'autre à l'échelle d'un marché boursier implique un basculement dans ses fondations. Celles-ci sont tout d'abord secouées par la crise de 1929, à un moment où les valeurs boursières étaient vues comme sûres, ne pouvant pas s'effondrer. Il en découle une remise en question du modèle existant, laquelle accélère grandement la migration, déjà latente, de la conception matérialiste à celle fundiste.

Elle serait en grande partie le fait des lois fédérales décrétées dans les années 30 : (1) en demandant aux banques de faire le choix entre banque commerciale et banques d'investissement, (2) par l'interdiction des opérations boursières spéculatives, et (3) en rendant obligatoire la publication d'une grande quantité d'informations. Ces lois ont eu pour conséquences de rendre caduque la hiérarchie matérialiste. Pour Burk, jusqu'à l'apparition de ces lois, seuls les banquiers d'investissements disposaient de la valeur réelle des entreprises (malgré l'arrivée des agences de notation), et *faisaient* le marché avec les « corporate insiders » – des traders de haut niveau mais ne sachant pas où résidait la valeur. Les banques commerciales n'ont alors plus accès à la manne de dépôts des banques commerciales, tandis que l'interdiction de spéculer ne permet plus aux « insiders » de jouer avec les ignorants. Enfin, les informations rendues obligatoires à publier sont voulues complexes, de sorte que seuls des experts en analyse d'investissement puissent les utiliser.

Les mécanismes issus des lois sont à articuler avec deux acteurs, lesquels sont les statisticiens et les académiciens, adossés au cœur théorique établi par Irving Fisher. Ce dernier avait introduit dès 1906 la conception fundiste du capital, puisant dans la théorie économique marginaliste. Pour lui, il était nécessaire de valoriser les actifs à l'aune de leurs flux de revenus futurs, et ce à l'aide de l'actualisation. Mais sa théorie ne s'arrête pas là et s'étend à la valeur boursière : il déclare en 1930 que « every stock price represents a discounted value of the future dividends and earnings of that stock » (Fisher, 1930, p. xxii). Pour Fisher, le capital renvoyait à la valeur future des actifs, et le prix des actions de même : les actions composaient donc le capital.

Les concepts posés par Fisher n'ont cependant eu que peu d'écho à l'époque et ont pris du temps à être relayés. Il a d'abord fallu que les matérialistes se détachent la propriété comme source de productivité, ce que Dow entame à la fin du XX<sup>ème</sup> et surtout Smith-Edgard dans les années 20 : c'est le rôle des académiciens. Pour Smith-Edgard, les prix des valeurs boursières étaient déterminés par la productivité future de l'entreprise, c'est-à-dire celle envisageable, et non sa propriété. Sa thèse a connu beaucoup d'approbation, mais peu de débouchés, en raison de l'insuffisance des données ; les lois y pourvurent par la suite. Williams termina de bâtir le pont avec la théorie Fishérienne en 1938, en définissant la valeur intrinsèque du cours des actions par la *valeur actualisée des dividendes* qui devraient être payées. Toutefois, Poitras (2016, pp. 410, 411) fait remarquer que la pratique de l'actualisation des revenus issus des obligations s'était déjà largement rependue étant donné leur caractère sûr, mais qu'en raison de leur incertitude radicale, les actions ne pouvaient l'être. L'apport de Williams aurait été novateur dans la mesure où il présentait une approche *rationnelle* de valorisation intrinsèque de l'entreprise, ce qui se retrouve bien dans son propos (1938, p. 6) :

The definition for investment value which we have chosen is in harmony with the time-honored method of economic theory, which always begins its investigations by asking, "What would men do if they were perfectly rational and self-seeking?" The answer is that rational men, when they buy stocks and bonds, would never pay more than the present worth of the expected future dividends, or of the expected future coupons and principal; nor could they pay less, assuming perfect competition, with all traders equally well informed.

Outre l'influence de Fisher, Williams mobilise le comportement rationnel et surtout les hypothèses de perfection des marchés et de l'information, montrant bien la pénétration de la doctrine néoclassique dans le berceau de la finance moderne.

Le concept de valeur intrinsèque, formulé trois années auparavant par Dodd et Graham (voir plus haut), est alors *objectivé* : la valeur actualisée des dividendes permet de la cerner. Ainsi, lorsque le cours de l'action est plus faible que la valeur actualisée des dividendes, il est possible de réaliser une plus-value,

et inversement. Pour les investisseurs, cette valeur intrinsèque reflétait leur capital, ou Equity, mais la comptabilité présente à ce moment-là aux États-Unis est en « entry cost », c'est-à-dire qu'il y est défini l'Equity comme la différence entre les actifs et les passifs, lesquels ne sont pas en valeur actualisée. Sous la protestation des investisseurs, la théorie comptable en valeur actualisée a alors vu le jour, notamment avec Alexander (1950) pour lequel l'Equity au sens comptable est l'actualisation du maximum des déboursements futurs pour le propriétaire qu'il est possible d'effectuer, sous l'hypothèse que le manager fasse les bons choix (p. 28). Chez cet auteur, il y a donc l'idée que le *taux de rendement* du capital doit être *maximal*. Nous verrons que cette conception du capital, ou Equity, servira de fondement à la comptabilité en IFRS. Des concepts initialement conçus en analyse financière pour accroître la rentabilité ont donc été introduit dans d'autres disciplines, et en particulier dans la comptabilité.

Par ailleurs, nous avons ici employé le terme Equity pour désigner le capital alors que nous ne l'avions pas fait auparavant. Ce terme a connu un glissement sémantique pour finalement rejoindre celui de capital. Poitras (2016) nous renseigne bien sur ce sujet, il s'appuie notamment sur Deinzer (1935, p. 337) pour lequel le « capital stock may be defined as an equity or interest of stockholders in the totality of business property owned by a corporation », faisant ici écho à une conception matérialiste du capital. Plus généralement, cette citation caractérise bien le capital au débit dans le sens où l'expression *capital stock* se traduit en français par capital social, capital calculé selon sa valeur initiale en droit français, et non par la différence actif-passif, renvoyant le capital au potentiel productif de l'entreprise.

Pour reprendre le fil historique, une fois le bagage théorique et juridique au complet, le capital a pu migrer du matérialisme au fundisme dans les croyances des participants au marché boursier. C'est le statisticien qui a endossé alors le rôle de l'analyste financier, nommé de la sorte car il rassemblait les données sur l'économie et les entreprises du temps du capital matérialiste. Il était l'acteur le mieux positionné pour comprendre la multitude nouvelle d'information disponible, et entre les années 30 et 50, il devient le premier promoteur du capital fundiste. Ces analystes d'investissement ont notamment équipé les fonds agrégeant l'épargne des états-uniens, et leur ont permis une croissance explosive depuis les années 40 jusqu'à nos jours.

Toutefois, une question reste pleine et entière : *avec quel taux actualiser ?* À ce sujet, Williams différencie le taux d'intérêt propre à chaque investisseur, dépendant de sa préférence individuelle pour le présent, de celui commun à l'ensemble de investisseurs, envisageable sur le marché (1938, pp. 58-59). Cette distinction souligne bien l'ambiguïté entre ce que *souhaite* l'investisseur et *l'envisageable*, et dès lors le caractère externe de la valorisation proposée par Williams : le taux d'actualisation n'est aucunement lié à une réalité de l'entreprise. Pour Williams, le taux ne représente qu'un poids accordé à des flux de revenu futurs, variant selon l'investisseur.

Nous allons maintenant nous intéresser à un tout autre usage des taux : la pratique des grandes entreprises états-uniennes de pilotage par le taux de rendement. Nous verrons qu'à la fin des années 50, il est fait le lien entre les deux utilisations du taux, le taux *envisageable* de versement de dividendes devenant *souhaité*, attestant de l'arrivée de l'investisseur dans l'entreprise.

## 2) La montée de l'investisseur à bord du navire entreprise : le pilotage par le capital productif (1902-1958)

Pour appréhender les mécanismes ultérieurs de développement du capital fundiste et sa pratique inhérente d'analyse financière, nous devons nous intéresser à une pratique *sans précédent* dans l'histoire de l'entreprise : celle du pilotage des grandes entreprises états-uniennes par le capital productif.

Chandler (1977, pp. 438-454) nous éclaire avec une grande précision sur cette pratique : elle trouve ses origines au tout début du XX<sup>ème</sup> siècle dans l'entreprise de production d'explosif E. I. Du Pont de Nemours. En 1902, le décès d'un partenaire sénior dans l'entreprise donne l'occasion aux trois cousins du Pont, Pierre, Alfred et Coleman de prendre le contrôle de l'entreprise, ils rachetèrent le reste des parts et la réorganisèrent rapidement. Cadres formés dans les grandes universités états-uniennes, expérimentés par un passage dans d'autres industries, les cousins administrateurs commencèrent par réorganiser le pouvoir, passant d'horizontal à vertical–centralisé, et la structuration de l'entreprise en départements d'exploitations, de ventes, et de développement-finance, chacun sous la responsabilité d'un des vice-présidents. À ce remaniement s'ajoute une uniformisation des procédures comptables, et de là des développements très importants dans la comptabilité pour aboutir à une exhaustivité inédite des coûts dans les différentes unités de l'entreprise. La redéfinition des coûts permet à Pierre du Pont, le responsable du département financier, de spécifier d'une nouvelle manière le profit, et, pour la première fois en entreprise, les *capitaux investis*. La détermination du profit en vigueur à l'époque, comme pourcentage du total des ventes ou des coûts, « failed to indicate the rate of return on capital invested » (Chandler, 1977, p. 446). Pour calculer ce taux de retour, il leur fallait calculer les capitaux investis, composé pour Pierre du « permanent investment » (les immobilisations) et du « working capital » (l'actif circulant), ce à quoi Pierre et son équipe se sont attelés. La difficulté principale résidait dans le manque de données pour le calcul du « permanent investment », et le fait que beaucoup d'investissements étaient passés en dépense. La réorganisation effectuée permettait toutefois d'obtenir les données, et dès 1904, le comité exécutif de l'entreprise E. I. Du Pont de Nemours disposait de retour sur investissement pour chaque département.

Le ratio obtenu est très proche de ceux contemporains de *Return on Asset* (ROA) et surtout du *Return on Capital Employed* (ROCE) : il est de la forme *résultat d'exploitation/actif économique + liquidités*. Ce sont les ratios classiques d'appréciation de la rentabilité économique en analyse financière.

Le ratio de ROCE fait typiquement état d'une conception du capital au crédit : il révèle la capacité de l'entreprise à dégager des flux de trésorerie (résultat) *en sus* de ses obligations financières, lesquels lui permette de s'*autofinancer*, et ainsi *maintenir* le capital apporté. À cela s'ajoute le fait que la comptabilité en *coût historique* est utilisée pour calculé ce ratio, c'est-à-dire que les valeurs des immobilisations et de l'actif circulant sont celles d'entrée dans la comptabilité, et le résultat d'exploitation est déduit de cette comptabilité, il est aussi en coût historique. Cette valorisation des actifs et du résultat relève tout à fait d'une conception du capital au crédit, dans la mesure où (1) ce sont les apports initiaux de capitaux qui sont intégrés, et non un capital calculé par la différence actif-passif externe, et (2) elle illustre une optique de *gestionnaire* se renseignant sur l'emploi des capitaux, *a contrario* d'une valorisation à l'aune du *prix de marché*, laquelle renseignerait sur la valeur des actifs dans l'optique du *propriétaire*. D'ailleurs, Toms (2010) nous éclaire bien sur l'usage du ROCE dans l'histoire : il était appelé *Return on Capital Advanced* (ROCA) – la sémantique même se rattachant au capital au crédit –, n'était utilisé que *rarement* : « The review of evidence uncovered so far of the employment of ROCE calculations shows that most early modern and industrial revolution entrepreneurs did not make use of such calculations », et lorsqu'il l'était, c'était de manière *interne* à l'entreprise.

Néanmoins, chez du Pont, plusieurs indices révèlent ici une tout autre conception du ratio de ROCE.

En premier lieu, il est ici effectué une *rupture syntaxique* dans la désignation des actifs et du ratio de ROCA : le compte des « fixed assets » (Lee, 1974) est appelé « permanent investment », et le ratio de ROCA est nommé « return on total capital investment », puis « Return on Invested Capital » (ROIC) à partir de 1914. Cette rupture nous renseigne sur la présence de *l'investisseur* dans l'entreprise, se confondant avec le *gestionnaire*. En second lieu, nous allons pouvoir constater une rupture dans l'usage du ROCE, et de manière associée dans la conception des actifs. Suivons les développements ayant suivis l'établissement du ROCE dans l'entreprise du Pont.

À compter de novembre 1904, « the executive committee's members decided that they were not appropriating capital systematically enough » (Chandler, 1977, p. 448). Composé du président Coleman et des vice-présidents en charge de chaque département, le comité exécutif pilotait l'entreprise – on retrouve bien la verticalisation du pouvoir –, et rencontrait des difficultés dans l'allocation des capitaux, des besoins émergents dans de nombreux départements. Ils décidèrent de s'en remettre au trésorier, Pierre du Pont, en lui demandant de « formulate detailed capital appropriation procedures ». Celles-ci sont établies et appliquées un peu plus d'une année plus tard, début 1906, elles permettent de *systématiser la maximisation* du ROCE. Selon ces nouvelles procédures, un comité formé des directeurs de département devait se réunir chaque mois pour préciser les décisions d'investissement, et à toute demande d'investissement devait être jointe des estimations de ROCE. Il est aussi créé un bureau en charge de surveiller chaque dépense, afin de garder à jour le compte de « permanent investment », et

d'examiner les propositions des budgets départementaux. De la sorte, il y avait « no expenditures for additions to the earning equipment if the same amount of money could be applied to some better purpose in another branch of the company's business. » (Chandler, 1977, p. 449), témoignant que le ROCE est *maximisé*. Le recours systématique au ROCE s'articulait également avec la mise en place de prévisions financières, obtenues en multipliant des projections de chiffre d'affaires et de profit net pour chaque produit (sans actualisation dans les débuts). Les plus importantes de ces prévisions étaient les « retained earnings » car elles permettaient d'anticiper les montants disponibles pour les « new capital expenditures ». Pour résumer, dès 1906, la firme du Pont faisait du ROCE un outil premier dans l'allocation du capital par sa *maximisation systématique*, et dès lors plaçait la *rentabilité* au *premier rang des performances*.

La pratique de *maximisation systématique* du ROCE est tout à fait inédite, et révèle des basculements dans la pensée de l'entreprise. Tout d'abord dans la conception des actifs, ceux-ci ne sont pas considérés comme des *emplois du capital* sensés générer assez de revenu pour maintenir du capital, mais doivent générer *nécessairement un surplus* – il sont des *investissements*. Par répercussion, le capital ici est *nécessairement productif* lorsque employé, ou plutôt, *investi* – d'où la terminologie ROIC. Nous retrouvons complètement la conception de capital *productif* ici. Plus précisément, le capital est considéré comme de l'argent, soit un fonds, *nécessairement productif*, dont le lien avec le profit est la *conséquence* (la source de productivité), c'est-à-dire les flux de revenus futurs tirés du capital, déterminés par le *taux de rendement* (ROCE). Nous sommes quasiment en présence d'une conception fundiste du capital, 30 ans avant qu'elle n'apparaisse dans l'analyse d'investissement pratiquée à Wall Street, à ceci près que le capital n'est pas valorisé par l'actualisation de ses flux de revenus futurs.

Nous pouvons conclure que l'emploi du ROCE dans l'entreprise E. I. Du Pont de Nemours au début du XX<sup>ème</sup> siècle est tout à fait en rupture l'usage qu'il en était précédemment fait, attestant d'une transition dans la conception du capital dans cette entreprise. Plus clairement, alors que le ROCE est un ratio se rattachant à une conception du capital crédit, il en est effectué une relecture dans une perspective fundiste du capital. Cette relecture se traduit dans l'entreprise par la nécessaire productivité du capital, autrement dit, nous pouvons parler d'un pilotage par le *capital productif*, et plus précisément par le *taux de rendement* (ici, le ROCE).

Emblématique de la conception du ROCE chez du Pont, la pyramide de du Pont, ou décomposition de Dupont, s'est inscrite dans l'histoire de l'analyse financière. Mise au point en 1914 par Donaldson Brown, un subordonné de Pierre du Pont, la pyramide de du Pont consiste à scinder le ROCE en ratios de profitabilité et de rotation, puis à décomposer à nouveau ces ratios (figure 2). De cette manière, il est possible de décomposer l'entreprise par les *taux de rendements* qui la composent, depuis le ROCE. C'est un outil très *performatif* dans le sens où il établit une hiérarchie dans les ratios qui place le ROCE en

son sommet (Nissim & Penman, 2001). Son usage focalise nécessairement l'analyse financière sur la rentabilité économique. + Euske 2005

Cette méthode d'analyse financière a commencé à être utilisée dès son origine chez du Pont pour piloter au mieux la rentabilité, puis elle s'est propagée tout au long du XX<sup>ème</sup> siècle (Blumenthal, 1998), ce que nous verrons par la suite.

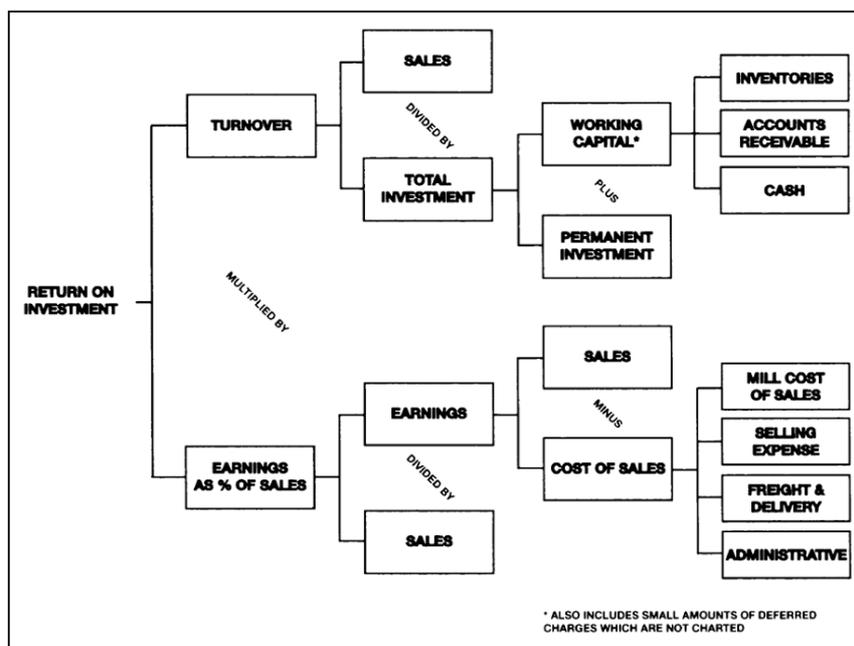


Figure 2. La pyramide de du Pont (Davis, 1950).

Intéressons-nous un instant au pourquoi de ces pratiques, et plus particulièrement à l'usage qu'il est fait du ROCE – avec tous les problèmes associés à l'interprétation *post mortem* de la volonté d'un individu. Pour Chandler, le leitmotiv derrière la réorganisation de l'entreprise et l'usage du ROCE était de « dominate the industry by running the most efficient mills as fully and as steadily as possible and to reduce their unit costs to levels that small competitors could not achieve. » (p. 439). Par la suite nous pouvons retrouver une idée semblable lorsqu'il parle de la pyramide de du Pont et de la structuration managériale : « With these innovations, modern managers had completed the essential tools by which the visible hand of management was able to replace the invisible hand of market forces in coordinating and monitoring economic activities. » (p. 448). Selon Chandler, les cousins du Pont souhaitaient écraser la concurrence par un accroissement de l'efficacité et le procédé qu'ils ont mis en place en est l'application directe, remplaçant de fait la « main invisible » par une « main visible du manager », d'où il tire le titre de son livre.

Nous suggérons que le motif de l'efficacité n'explique que pour partie la maximisation systématique du ROCE, et était en réalité tout autre. Revenons sur l'idée de l'investisseur dans l'entreprise. Outre la sémantique de l'investisseur, nous en pouvons retrouver des traces chez Donaldson Brown, le subordonné de Pierre du Pont à l'origine de la pyramide de du Pont. Flesher et Previts (2013) précisent

à son sujet que « His writings often reiterated the concept that "there is just one central motive in industrial management, i.e., the permanent welfare of the of the owner" (Brown, 1927, p.5) », ou encore que « The importance of return on investment as a long-term measure of corporate productivity reflected Browns view that business owes its existence to its owners and should be expected to operate for their benefit ». La raison d'être de l'entreprise pour Brown reflète la théorie du propriétaire avec une remarquable exactitude, le but derrière la maximisation du ROCE prend alors un sens tout autre que pour Chandler : celui de maximiser la richesse des propriétaires. Nous soumettons l'idée que cet objectif n'était pas propre à Donaldson Brown, mais était partagée par les frères du Pont. Dans les anticipations financières chez du Pont, nous avons mentionné que les « retained earnings » étaient les plus importantes car elles permettaient de connaître les futurs montants disponibles pour allouer le capital, et donc *réinvestir*. Ces « retained earnings » correspondent aux prévisions monétaires *suivant* le versement des dividendes. Il en découle que le *réinvestissement* dans l'entreprise est *subordonné* au versement des dividendes, ce qui illustre ici la prééminence du propriétaire sur l'existence de l'entreprise : elle existe *pour* le propriétaire (comme mentionné par Brown). Cette vision de l'entreprise nous amène à nouveau à une conclusion tout autre que Chandler quant au sens de la maximisation du ROCE : elle permet aux *propriétaires* d'extraire un maximum de dividendes de l'entreprise. Par ailleurs, cette conception de l'autofinancement (et de fait, de l'entreprise) est bien en phase avec celle du capital au débit<sup>1</sup>, ce qui fait écho à l'analyse précédant.

La maximisation du *taux de rendement* (en l'occurrence le ROCE) est donc utilisée chez du Pont pour optimiser la rentabilité, et *in fine* le versement des dividendes aux *propriétaires-investisseur*. Par la suite, nous désignerons de la sorte (*propriétaire-investisseur*) les propriétaires d'entreprise ayant l'attitude d'un investisseur, c'est-à-dire ayant une conception productive du capital. Finalement, le basculement vers une conception fundiste du capital donne la possibilité à l'investisseur de disposer d'une emprise extrêmement importante sur sur l'entreprise, du fait que le rendement du capital est déterminé par *sa conséquence* : l'investisseur peut faire de sa maximisation un objectif *en soi*.

Reprenons le fil historique. L'entreprise E. I. du Pont de Nemours a peu à peu perfectionné ses méthodes et jusqu'en 1917, elles se sont diffusées dans 3 autres grandes entreprises américaines, General Electric, Standard Oil et United States Rubber. Pour Chandler (1994), l'utilisation du ROCE associée aux méthodes de du Pont commence à être une pratique courante dans les entreprises états-uniennes à partir de 1940, coïncidant avec l'essors de la conception fundiste du capital dans les milieux financiers. Pour Horrigan (1968), c'est à compter des années 50 que la première étape de la décomposition du ROCE arrive en entreprise. Nous pouvons nous questionner sur les raisons de la prospérité du pilotage par le capital productif aux États-Unis, et donc sur l'arrivée propriétaire-investisseur dans l'entreprise. En

---

<sup>1</sup> Par opposition, dans la conception du capital au crédit, l'entreprise existe pour elle-même, donc la priorité dans l'attribution du profit va au réinvestissement, ce qui permet de maintenir le capital.

particulier, quel a été le rôle du marché des capitaux dans la mise en productivité systématique du capital dans l'entreprise ?

Pour récapituler, aux États-Unis à compter des années 40-50, dans le monde financier comme en interne dans les grandes entreprises, la conception fundiste du capital devient la norme. Il en découle que le capital est systématiquement mis en productivité *par l'investisseur*, dans l'entreprise par la maximisation du *taux de rendement* de l'ensemble des capitaux (ROCE), tandis que dans le monde financier il n'est pas encore fait le lien avec le taux de rendement de l'entreprise. En effet, pour les financiers, il n'est que question d'un taux pour actualiser les flux de revenus futurs, lequel est pensé par le poids que l'investisseur y accorde, de manière tout à fait déconnectée à l'entreprise.

### 2.3. 1958-1970

#### 2.3.1. Le banquier français : l'établissement d'une analyse financière par une compréhension des mécanismes de maintien du capital

En France, les années 60 voient l'aboutissement d'un outil majeur d'analyse financière : le bilan fonctionnel. Il est créé en raison de l'inadaptation du bilan liquidité-exigibilité jusqu'alors utilisé : celui-ci n'apportait pas de réponse quant à l'optimalité du fonds de roulement (dans le sens de *actif circulant – passif circulant*) et dans un contexte de croissance et de développement des prêts à long terme, l'approche liquidative ne faisait plus sens (Hoarau, 2008, pp. 61-62).

Des travaux entamés dans les années 50 aboutirent lors du congrès de l'ordre des experts comptables de 1964 par la formulation des premières bases du bilan fonctionnel (Cohen, 1999). Ces travaux partent du constat qu'il existe une part constante dans le temps parmi les emplois à court terme, c'est-à-dire dans la différence *actif circulant (hors trésorerie) – passif circulant (hors trésorerie)*.

Cette différence correspond à un *décalage* entre des *flux physiques* et des *flux financiers* : lorsqu'il est positif il y a davantage d'emplois *physiques* (stocks, créances clients) à financer que de ressources *physiques* (dettes fournisseurs), il émerge alors un *besoin de financement* que des *flux financiers* doivent pourvoir. Ce décalage, auparavant calculé *avec trésorerie* était appelé *fonds de roulement* avant les années 60, il sera désormais désigné comme *besoin en fonds de roulement (BFR)*<sup>2</sup>.

Plus précisément, c'est le mode de financement de la partie constante du *besoin de fonds de roulement d'exploitation (BFRE)* qui nous intéresse ici, la partie hors exploitation ne relevant pas du cœur d'activité de l'entreprise. C'est ici qu'intervient à nouveau la règle d'or de l'équilibre financier, laquelle va structurer le bilan fonctionnel. Elle est n'est plus conçu par le bas du bilan, à savoir que les ressources

---

<sup>2</sup> Sur la différence entre le fonds de roulement fonctionnel et le fonds de roulement patrimonial, voir Colasse et Oxybar (2021), p. 72.

à court terme ne doivent que financer des emplois à court terme, mais comme par le haut du bilan, étant donné les prêts de long terme : les emplois stables doivent être financés par des ressources stables. La partie constante du BFRE constitue une forme d'*immobilisation* qu'un excédent des ressources stables doit financer. C'est sur ces bases que le bilan fonctionnel est établi, apportant une réponse à la question de l'optimalité du BFR (anciennement fonds de roulement).

Pour construire le bilan fonctionnel, le critère de maturité des actifs et des passifs cède la place à celui de stabilité des emplois et des ressources (Hoarau, 2008, p. 54), afin respecter la règle d'or de l'équilibre financier. La valorisation change également, passant de la valeur nette comptable à celle d'origine (brute)(Hoarau, 2008, p. 63), reflétant l'hypothèse de continuité d'exploitation. Les grandes masses du bilan sont reclassées non plus selon leur liquidité/exigibilité, mais selon leur fonction opérationnelle : cycle de financement, cycle d'investissement (et de désinvestissement), cycle d'exploitation et cycle de trésorerie (voir figure 3). Une équation liant ces cycles est mise au point : *trésorerie nette = fonds de roulement – besoin en fonds de roulement*, le fonds de roulement correspondant ici à l'excédent de ressources disponibles à long terme, calculé par la différence entre les capitaux permanents (ressources stables) et les immobilisations (la partie majeure des emplois stables). Cette équation permet de comprendre comment est financé le décalage entre *les flux physiques et financiers*, décalage dont la partie *constante* doit être financée par le fonds de roulement<sup>3</sup>.

Complétée par une analyse du BFR avec des ratios de rotation, ainsi que par un respect des règles établies autour des ratios d'endettement et de remboursement, l'analyse dans le temps du bilan fonctionnel est un outil de premier plan pour réaliser un diagnostic de la santé d'une entreprise, et plus particulièrement de sa *solvabilité*.

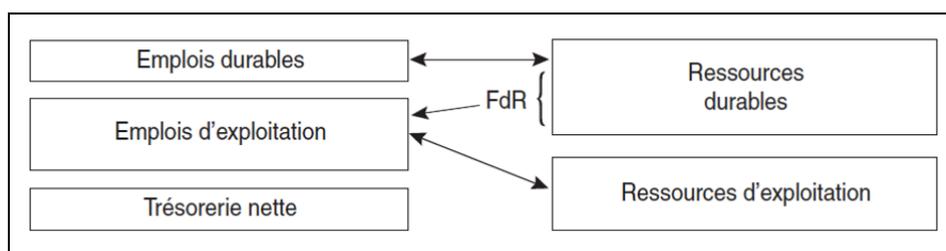


Figure 3. Schéma du bilan fonctionnel (adapté de La Bruslerie (2010), p. 106). Le FdR correspond au fonds de roulement.

Pour mettre en perspective, le bilan fonctionnel consiste à faire appliquer la règle de l'équilibre financier sur l'adéquation entre la temporalité et les ressources, et ce, afin que l'entreprise soit solvable *dans le temps*. Cet outil témoigne bien de l'idée que les banquiers se sont éloignés de l'appréciation du risque par surface financière (les garanties) pour se concentrer sur celle de la situation financière. Cet outil

<sup>3</sup> Sur les différentes approches de la partie constante du BFRE, laquelle peut être amenée à évoluer, voir La Bruslerie (2010), pp. 261-264.

présente également la caractéristique d'être utilisable par les dirigeants, afin qu'ils puissent piloter l'équilibre financier, et donc la solvabilité de l'entreprise.

La lecture qu'offre le bilan fonctionnel en termes de stocks d'emplois et de ressource atteste tout à fait d'une conception du capital au crédit : il n'est aucunement question d'analyser les mécanismes d'accroissement du capital ici, mais *ceux permettant de son maintien*. D'ailleurs, il est flagrant ici que le questionnement autour du maintien du capital rejoint *complètement* les préoccupations des dirigeants dans l'entreprise. Pour le banquier comme pour le dirigeant, la *solvabilité* est bien la *performance première* dans l'entreprise, dans la mesure où *seul* son pilotage permet à l'entreprise *continuer à exister*. Comme rapporté par Charreaux (2014, p. 62), les stocks d'emplois et de ressource dans le bilan fonctionnel sont déconnectés de tout marché, notamment du fait qu'ils sont en valeur d'origine brute. Ce constat va tout à fait dans le sens de notre analyse, en pointant du doigt l'idée que dans le bilan fonctionnel, l'entreprise n'est aucunement pensée par la valeur au sens patrimoniale, mais en termes d'équilibre financier, ce qui atteste de l'importance de la comptabilité en analyse financière. L'entreprise est donc bien distincte du propriétaire et existe pour elle-même, faisant écho à la théorie comptable de l'entité.

Pour reprendre le narratif, le bilan fonctionnel a été établi au début des années 60, a été institutionnalisé dans le PCG 1982, mais il a montré des faiblesses notables dès les années 70. En raison des tensions inflationnistes, le BFR connaissait une inflation nominale importante, et les crédits de trésorerie sont devenus une ressource permanente, en rupture avec la règle d'or (Hoarau, 2008, p. 71). Les analyses financières ont alors développé des outils permettant d'analyser les flux d'un exercice à l'autre. Un outil concurrent au bilan fonctionnel a également été développé par la suite, le bilan *pool de fonds*, issu de la théorie financière et reposant sur l'arbitrage rentabilité/risque, de sorte à maximiser la richesse de l'actionnaire (Hoarau, 2008, p. 73). Dans ce nouvel outil, le BFR n'est plus un objet central et le caractère durable des emplois et des ressources n'est pas jugé pertinent (La Bruslerie, 2010, p. 306). L'approche *pool de fonds* marque donc l'arrivée de la conception du capital au débit, nécessairement productif, dans l'analyse financière française.

### 2.3.2. L'investisseur états-unien : la théorisation de l'analyse d'investissement par le capital productif

En 1958 aux États-Unis, dans le monde financier, un article publié dans la *American Economic Review* jette un pavé dans la mare : ce sont les trois thèses de Modigliani et Miller, fondatrices de la finance moderne. D'un côté, elles bousculent les idées car pour les investisseurs, elles démontrent l'absurdité (1) de la politique de versement des dividendes pour accroître leur richesse, et (2) de la pratique de l'effet de levier (Modigliani & Miller, 1958 ; Spremann, 2010). D'un autre côté, nous allons voir que les propositions de Modigliani et Miller (MM) ne sont en rien surprenantes lorsque mises en perspective

avec les développements historiques du capital productif, et plus précisément qu'elles consistent à ériger en paradigme le capital productif fundiste.

Mettons d'abord au clair les motivations de MM. Le but de leur article est de définir ce qu'est le coût du capital pour une entreprise, ou plutôt *pour ses propriétaires*, c'est-à-dire *leur taux de rendement*. En particulier, MM questionnent les liens entre les taux de rendement dans une économie néoclassique, dans la perspective d'accroître la valeur de l'investissement. C'est donc toujours la problématique de *l'accroissement du capital investi* qui prévaut ici.

La première thèse de Modigliani et Miller, où MM1, postule que « the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate  $P_k$  appropriate to its class. »,  $P_k$  correspondant au ROCE (fundiste), sous l'hypothèse des perfection des marchés. Analysons cette proposition.

- En premier lieu, MM vont plus loin que Williams (1938) en définissant la valeur intrinsèque de l'entreprise comme sa valeur (boursière) de marché néoclassique. La valeur intrinsèque, rappelons-le, correspond au capital de l'entreprise, lequel dans une perspective fundiste correspond à la capacité productive *future* de l'entreprise. La capacité productive est donc ici *objectivée* par les marchés néoclassiques, pour former *de fait* la « true capitalization » dont rêvait Moody.
- La mise en marché des capacités productive revient à mettre en concurrence les *taux de rendement* des entreprises, ici le ROCE fundiste des entreprises. En effet, pour MM, taux de rendement correspond aux flux de revenus futurs rapportés à la valeur du capital, lui-même définit comme la valeur actualisée des flux de revenus futurs, soit des unités comptables fundistes. Ce schéma en *ouroboros* fait d'ailleurs écho à l'objectivation de la valeur par le marché. Pour mettre en relief, le ROCE chez du Pont était utilisé dans une perspective fundiste (par sa maximisation systématique), mais son unité comptable restait le *coût historique*. MM effectuent donc à nouveau une relecture fundiste du ROCE, cette fois ci de manière complète : dans ses *unités comptables* et son *usage* (nous verrons qu'il est également maximisé).
- La mise en marché des capacité productives (donc des taux de rendement) revient également à objectiver le *taux d'actualisation* : grâce aux hypothèses néoclassiques, le taux de rendement devient *certain*, et peut dès lors être mobilisé pour actualiser les flux de revenus futurs.
- Enfin, pour MM, la capacité productive de l'entreprise correspond à son coût du capital : l'ensemble de ce que l'entreprise génère *appartient* aux propriétaires : les gains sont aussi des coûts.

La deuxième thèse de MM fonde la formulation mathématique de l'effet de levier (Baker & Smith, 1998, p. 49 ; Penman *et al.*, 2007), laquelle consiste à décomposer l'entreprise selon *des taux de rendement*. Plus exactement, MM y formulent l'*équivalence* selon laquelle les gains sont

des coûts dans l'entreprise, du fait qu'ils appartiennent systématiquement à des parties. Sa capacité productive, c'est-à-dire son ROCE (fundiste), peut être décomposé selon la fraction *appartenant* aux banques au taux  $r$  et aux actionnaires au taux du Return on Equity (fundiste). En isolant le retour des actionnaires (ROE), cette formule montre qu'il est possible d'exploiter le différentiel de rendement entre le taux *certain* demandé par les banques et la capacité productive de l'entreprise (son ROCE), et de l'accroître en augmentant la part de la dette, par le biais du *ratio d'endettement*. Commentons cette décomposition.

- Ce faisant, MM illustrent la conception de la dette pour le capital est productif (fundiste) : la dette n'est qu'un engagement *certain* vis-à-vis d'une partie prenante, la banque, dont l'augmentation du stock permet d'accroître le taux de rendement pour l'actionnaire (ROE fundiste). Plus précisément, l'accroissement de la dette se fait au *détriment de la solvabilité*, il modélise donc l'arbitrage *rentabilité/risque*, et non le risque *non-rentabilité*, présent chez Moody (voir plus haut). La conception fundiste du capital permet de concevoir qu'avec un *risque élevé d'insolvabilité* il y ait un rendement important, chose qui n'était pas permise dans la conception matérialiste du capital.
- MM effectuent également une relecture ROE dans une perspective fundiste, ainsi que du *ratio d'endettement*, outil initialement privilégié des banques (voir plus haut).

La troisième et dernière thèse de MM postule que si le « management is [...] acting in the best interest of stockholders », alors « it will exploit an investment opportunity if and only if the rate of return on the investment, say  $p^*$ , is as large as or larger than  $p_k$ . »

- Ce postulat acte le lien entre la capacité productive de l'entreprise (son ROCE) et le taux de rendement sur le marché (la capacité productive des autres entreprises). Plus précisément, chaque investissement doit être au moins aussi productif que le marché, et ce afin de *systématiquement accroître* la valeur de l'investissement, donc la richesse de l'investisseur. Cette thèse fait le lien entre la politique menée chez du Pont, consistant à systématiser la productivité des investissements internes, et les hypothèses néoclassiques de perfection de la concurrence, de sorte à ce que l'investissement soit systématiquement productif non seulement vis-à-vis de l'entreprise, mais également du marché.

En somme, les thèses de Modigliani et Miller complètent la formalisation théorique du capital fundiste, puisant dans la théorie financière naissante, dans la pratique de pilotage par le capital productif en entreprise ainsi que dans la théorie néoclassique. Plus précisément, les hypothèses de la théorie néoclassiques servent de tremplin pour former un cadre logique dans lequel l'accroissement de la valeur de tout investissement par le ROCE devient un objectif *en soi*, l'entreprise n'existant que pour l'investisseur. Dans un tel cadre, tout objet est pensé à l'aune du risque qu'il peut faire encourir à

l'investissement, ou au contraire à l'opportunité d'un accroissement. La dette en est le premier témoin : d'un côté son accroissement peut permettre d'élever le taux de retour pour l'actionnaire (ROE), d'un autre côté cet accroissement entraîne proportionnellement un risque d'insolvabilité pour l'entreprise. La solvabilité *en soi* reste donc un impensé, et pire, sa mise en péril permet d'accroître le rendement pour les actionnaires.

C'est sur ces bases, et plus précisément sur l'objectivation de la performance de rentabilité (l'accroissement du capital) que s'est formée l'ensemble de la théorie financière moderne, avec la théorie moderne du portefeuille, ou encore la théorie des options (Spremann, 2010). Par ailleurs, les thèses de Modigliani et Miller ont eu des échos très importants en comptabilité.

Nous avons vu que chez Modigliani et Miller, c'est tout un nouveau système d'information qui est employé, basé sur une perspective fundiste du capital. Pour pouvoir mettre en application ses thèses, les investisseurs doivent idéalement disposer de ce système d'information. La comptabilité IFRS, fondée une dizaine d'années plus tard, répond à ce besoin, c'est-à-dire que les biens sont valorisés à l'aune de leurs flux de revenu futurs selon le ROCE fundiste des entreprises, et que l'Equity (la valeur de l'investissement) est comptablement calculée par la différence entre la productivité *future* des biens à laquelle est retranchée les dettes. L'investissement y est systématiquement productif, par la mise en compétition avec le taux attendu sur les marchés, et ce, afin d'accroître la valeur de l'Equity. Ce constat rejoint complètement l'hypothèse de Richard (2015), selon laquelle « the goal [of IFRS] is the same as it was in the late 19<sup>th</sup> century during the dynamic revolution: hasty shareholders also want to get earlier and bigger dividends. ».

### 3. Conclusions

Étant donné le contexte de l'urgence écologique, les modèles d'affaires des entreprises sont appelés à emprunter des trajectoires de durabilité. Toutefois, à l'heure actuelle, un impératif d'un autre ordre semble diriger la marche des modèles d'affaires : celui de la rentabilité. Il émerge alors un questionnement : comment piloter la transition écologique des modèles d'affaires en présence du commandement de la rentabilité ? Dans ce mémoire, nous tentons d'apporter des pistes pour établir de tels outils de pilotage, c'est-à-dire permettant de (1) penser simultanément les équilibres écologiques et financiers que doit maintenir une entreprise et (2) d'émanciper l'analyse financière de l'impératif de rentabilité. Pour ce faire, nous avons réalisé un récit analytique des méthodes d'analyse de la performance dans l'entreprise selon le banquier français et l'investisseur états-unien, en les rattachant aux deux conceptions du capital dégagées de l'histoire par Jacques Richard et Alexandre Rambaud. Selon la première conception, ou capital au crédit, le capital apporté à l'entreprise n'est pas nécessairement productif, il doit être maintenu et *in fine* remboursé, il est une dette vis-à-vis des parties prenantes et est associable à la performance de solvabilité. Selon la deuxième conception, ou capital au débit, le capital est nécessairement productif, c'est-à-dire qu'il doit systématiquement dégager un

surplus (profit) pour accroître sa valeur. Dans ce mémoire, nous avons étudié la manière dont les outils d'analyse financière développés dans l'histoire par le banquier français et de l'investisseur états-unien s'inscrivent dans chaque conception du capital. D'une part, les méthodes d'analyse financière en phase avec le capital au crédit permettent une compréhension des mécanismes de maintien du capital dans l'entreprise afin qu'il soit *in fine* remboursé. Étant donné que le cadre conceptuel comptable CARE est basé sur la conception du capital au crédit, étendu aux capitaux extra-financiers (capital-climat, biodiversité...) lesquels sont mis en dette, les outils d'analyse financière identifiés peuvent permettre de penser le maintien des capitaux extra-financier et *in fine* leur remboursement. Autrement dit, ces outils peuvent permettre de penser la solvabilité écologique dans l'entreprise. Ainsi, ils peuvent fournir les premières briques à l'édification d'outils d'analyse intégrée de l'entreprise, à savoir intégrant les équilibres financiers et extra-financiers dans une entreprise. D'autre part, la caractérisation des méthodes d'analyse financières propres au capital productif peut équiper l'analyste pour mettre la main sur les méthodes actuelles ne promouvant pas la transition vers des trajectoires de durabilité, mais l'absolu de productivité du capital. Les travaux effectués permettent également de mettre au clair les développements théoriques du capital productif en lien avec l'analyse financière, c'est à dire tout un pan du capitalisme financier.

Dans un premier temps, nous allons ici résumer et mettre en perspective les principaux résultats de l'analyse, puis pour finir, nous proposerons une brève illustration de la portée des résultats.

Le récit analytique débute pendant la seconde moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle, période qui voit la formalisation des premières pratiques d'analyse financière. En France, les banquiers pratiquaient essentiellement des prêts à court terme, il en découle qu'ils appréciaient la capacité des entreprises à rembourser le capital par les garanties, ils n'étaient pas incités à comprendre les mécanismes de maintien du capital dans l'entreprise. L'emploi du ratio de solvabilité générale résume bien l'approche qu'il était fait. Néanmoins, le Crédit Lyonnais, avec son tableau de flux de trésorerie, faisait preuve d'une compréhension inédite des mécanismes de maintien du capital, et mobilisait déjà dans son analyse un équivalent en besoin en fonds de roulement contemporain. Ces deux pratiques se rattachent tout à fait au capital au crédit. Aux États-Unis, l'analyse financière pratiquée par les investisseurs n'était pas formalisée au XIX<sup>ème</sup> siècle. Elle était essentiellement pratiquée à l'aide du ratio de dividende/capital nominal et par les agences de rapportage du crédit. Le ratio de dividende/capital nominal se place tout à fait dans une conception du capital au crédit du fait qu'il est en coût historique et qu'il admet que la rentabilité ne soit pas un impératif dans l'entreprise. Les agences de rapportage du crédit estimaient la capacité de remboursement d'individus-entrepreneurs à l'aide de leur réputation, donc leurs méthodes se rattachaient également à la conception du capital au crédit.

En somme au XIX<sup>ème</sup> siècle, que ce soit du côté du banquier ou de l'investisseur, l'ensemble des pratiques témoignent tout à fait d'une conception du capital au crédit, non productif : il était admis que

la priorité pour l'entreprise était le maintien du capital pour qu'il soit remboursé. Toutefois, des tendances bien distinctes apparaissent dans l'appréciation de la performance des deux acteurs. La première dualité porte sur la typicité des ratios employés : pour le banquier, un ratio de structure du bilan, pour l'investisseur un ratio de rentabilité, lesquels renvoient bien à l'intérêt de chaque acteur pour l'entreprise. La seconde dualité concerne le rapport à l'information. Pour les agences de crédit, l'information était caractérisée par sa disponibilité moyennant un paiement, ce qui est radicalement différent pour le Crédit Lyonnais : l'information n'était disponible qu'en interne. Ces tendances se poursuivent par la suite.

Sur la période 1900-1960, contrairement au siècle précédent, les méthodes d'analyse financière du banquier français et de l'investisseur états-unien entrèrent dans une rupture majeure, marquant l'immission de la conception du capital au débit. Pour le banquier français, sur cette temporalité, trois périodes distinguent les développements de son analyse financière, et font part d'une analyse des mécanismes de maintien du capital s'affinant, conjointement à l'allongement des prêts dans le temps. Sur la première période (1900-1930), les prêts à court terme façonnaient une analyse de la solvabilité par les garanties et les tout débuts d'une analyse des mécanismes de maintien du capital. Les garanties, appelées « surface financière » illustrent l'optique liquidative dans laquelle est placée l'entreprise, et leur analyse limite de fait la compréhension des mécanismes de maintien dans l'entreprise. La compréhension des mécanismes de maintien du capital, véritable diagnostic financier de l'entreprise, désignée par « situation financière n'était pas formalisée. La seconde période (1930-1945), toujours caractérisée par des prêts à court terme, voit la formalisation de l'approche liquidative par le bilan liquidité-exigibilité. Celui-ci fait à la fois part d'une amélioration dans l'analyse des garanties ainsi que dans la compréhension des mécanismes de maintien du capital à court terme. L'analyse des garanties pour les créanciers est calculée par une grandeur d'analyse financière, l'actif net comptable, laquelle est bien distincte du calcul du capital propre au capital au débit. À l'analyse des garanties s'ajoute l'établissement d'une règle d'équilibre financier selon laquelle les ressources à court-terme ne doivent financer que des emplois à court terme, et dont le respect est appréhendé par le fonds de roulement liquidité (un équivalent du BFR). Ce principe définit des conditions de maintien du capital dans l'entreprise, il permet au banquier d'évaluer le risque de non-maintien, et *in fine* de non-remboursement du capital. La temporalité suivante (1945-1960) débute dans la foulée de la Seconde Guerre Mondiale, les banques étaient alors appelées à financer la reconstruction, et développent des prêts à long terme, l'entreprise est analysée avec l'hypothèse de continuité d'exploitation. Dans la poursuite des travaux précédemment entamés, les banques ont mis au point de nouveaux ratios de solvabilité : ceux d'endettement et de remboursement, afin de juger si (1) l'entreprise peut disposer de davantage de capital sans menacer sa capacité à le maintenir (son équilibre financier) et (2) si l'entreprise dispose de capacités de maintien du capital. Pour analyser ces ratios, des normes prudentielles sont mises au point,

elles attestent l'établissement de nouvelles règles d'équilibre financier, notamment sur la répartition entre les dettes et les capitaux propres.

Dans l'ensemble, les développements successifs de l'analyse financière pratiquée par les banques françaises sur la période 1900-1960 sont structurés autour de la question du remboursement du capital. Avec l'allongement de la focale temporelle, cette question se voit peu à peu appréhendée par une compréhension des besoins de l'entreprise, et plus particulièrement des équilibres financiers nécessaires au maintien de son activité, et donc du capital. L'analyse financière bancaire se place alors complètement en phase avec le concept du capital au crédit.

L'histoire de l'analyse pratiquée par l'investisseur états-unien sur la période 1900-1960 est beaucoup plus complexe que celle des banques françaises. Dans l'ensemble, elle est centrée sur la question de l'accroissement du capital investi. Sur la première période (1900-1930), l'analyse financière de l'investisseur était basée sur une conception matérialiste du capital, selon laquelle sa productivité réside dans la propriété, il fallait alors s'assurer de l'existence de la propriété dans l'optique que la valeur de l'investissement s'accroisse. Cette même période voit naître la première agence de notation, Moody's, laquelle évaluait le risque de non-rentabilité pour les investisseurs. Sur la seconde période (1930-1958), la conception du capital est passée de matérialiste à pré-fundiste : sa productivité est envisagée par la capacité productive de l'entreprise, mais pas encore son taux de rendement. Conjointement aux évolutions du monde financier, dès le début de XX<sup>ème</sup> siècle, il se développait dans l'entreprise du Pont une pratique de pilotage par le capital productif. Cette pratique passe par la maximisation systématique du ROCE, alors qu'il faisait écho à une conception du capital au crédit. Cet usage spécifique du ROCE témoigne d'un basculement dans la pensée de l'entreprise : elle n'est plus conçue pour elle-même, mais doit accroître la valeur du capital qui lui a été apporté. La maximisation systématique du ROCE renvoie également à une conception fundiste du capital, de manière précoce dans l'histoire. Finalement, le basculement vers une conception fundiste du capital donne la possibilité à l'investisseur de disposer d'une emprise extrêmement importante sur l'entreprise : du fait que le rendement du capital est déterminé par sa conséquence, l'investisseur peut faire de sa maximisation un objectif en soi.

Pour mettre en perspective les approches du banquier français et de l'investisseur états-unien, il apparaît que seule l'analyse du banquier permette de penser l'entreprise comme une entité autonome, par le maintien de sa solvabilité. Par contraste, pour l'investisseur états-unien, l'entreprise lui doit son existence, et doit toujours accroître la valeur du capital investi, la solvabilité reste donc un impensé. Il en découle que l'approche du risque dans l'entreprise diffère du tout au tout : pour les banquiers il est apprécié le risque d'insolvabilité tandis que pour l'investisseur c'est le risque de non-rentabilité. Enfin, le rapport à l'information des deux acteurs est très différent : les méthodes d'analyse ainsi que les résultats restent privées chez les banquiers tandis que le cœur théorique est apparent et les diagnostics financiers disponibles moyennant un paiement du côté de l'investisseur états-unien.

Autour des années 1960, pour le banquier français et l'investisseur états-unien, les méthodes d'analyse financière connaissent des aboutissements importants. Pour le banquier français, avec l'allongement de la vision dans le temps, c'est l'établissement du bilan fonctionnel, un outil d'analyse financière permettant au banquier d'évaluer le risque de non-maintien du capital (insolvabilité) par le non-respect d'équilibre financier. Cet équilibre est pensé en utilisant la règle d'adéquation dans la temporalité des emplois et des ressources, et est centré sur le mode de financement du besoin en fonds de roulement. Le bilan fonctionnel se place complètement en phase avec la conception du capital au crédit, permettant de penser l'entreprise comme une entité existant pour elle-même.

Pour l'investisseur états-unien, les thèses de Modigliani et Miller marquent la formalisation théorique de leur analyse financière et consistent à acter le postulat du capital fundiste. Plus précisément, les hypothèses de la théorie néoclassiques servent de tremplin pour former un cadre logique dans lequel l'accroissement de la valeur de tout investissement par le ROCE devient un objectif en soi, l'entreprise n'existant que pour l'investisseur. Par ailleurs, l'arbitrage rentabilité-risque qu'ils modélisent illustre bien l'idée que tout objet est pensé à l'aune du risque qu'il peut faire encourir à l'investissement, ou au contraire à l'opportunité d'un accroissement. C'est le cas de la dette, dont l'accroissement peut augmenter le rendement, et ce, au détriment de la solvabilité. Finalement, envisager le capital dans une perspective productive est *extrêmement performatif*, dans la mesure où l'analyse financière qui en découle passe systématiquement par une recherche de la productivité, et de fait *rend l'entreprise productive* lorsqu'investie par cette logique.

Vis-à-vis de l'urgence écologique et besoins du cadre conceptuel CARE, nous recommandons le bilan fonctionnel pour former les bases d'une analyse intégrée de l'entreprise. Plus précisément, étant donné que cet outil d'analyse financière permet de penser le maintien du capital dans l'entreprise pour qu'il soit remboursé, il pourrait être adapté pour intégrer les capitaux extra-financier, et permettrait de penser simultanément la solvabilité financière et extra financière.

Illustrons très brièvement maintenant la portée des résultats sur l'analyse financière de l'investisseur. Nous avons noté que pour Modigliani et Miller, « tout objet est pensé à l'aune du risque qu'il peut faire encourir à l'investissement, ou au contraire à l'opportunité d'un accroissement ». Ces éléments se retrouvent directement dans les pratiques des agences de notation extra-financières, c'est-à-dire des institutions notant les entreprises sur la *qualité* de leurs actifs ESG (Economic, Social, Governance). En préambule du guide méthodologique de notation de l'agence MSCI<sup>4</sup>, on trouve que :

---

<sup>4</sup> Guide téléchargeable avec le lien suivant : <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

Our assessment of company performance seeks to help investors understand the financially relevant ESG risks and opportunities for the company. Companies with the highest ratings are those assessed as best managing their exposures to those material ESG risks and opportunities.

L'analyse ESG (extra-financière) ici réalisée met tout à fait en avant l'idée que les enjeux environnementaux, sociaux, ainsi que ceux de gouvernance ne sont que des risques/opportunités d'accroissement/perte du capital investi. Dans une telle optique, l'analyse réalisée ne permet aucunement de statuer sur la durabilité du modèle d'affaire d'une entreprise, et ainsi ne permet pas de renseigner l'individu souhaitant financer des activités durables.

## 4. Bibliographie

- Alexander, S. S. (1950). Income Measurement in a Dynamic Economy. In American Institute of Accountants (Ed.), *Five Monographs on Business Income* (pp. 1–95). American Institute of Accountants. [https://egrove.olemiss.edu/aicpa\\_assoc/71/](https://egrove.olemiss.edu/aicpa_assoc/71/)
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A description of the money market*. HS King&Company.
- Baker, G. P., & Smith, G. D. (1998). *The new financial capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the creation of corporate value*. Cambridge University Press.
- Bonin, H. (2000). Les banques françaises de l'entre-deux-guerres (1919-1935). Dans HAL (*Le Centre pour la Communication Scientifique Directe*). French National Centre for Scientific Research. <https://hal.science/hal-03664746>
- Bourguignon, A. (1997). Sous les pavés la plage... ou les multiples fonctions du vocabulaire comptable: l'exemple de la performance. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 3(1), 89-101. <https://doi.org/10.3917/cca.031.0089>
- Burk, J. (1988). *Values in the Marketplace: The American Stock Market Under Federal Securities Law*. Berlin; New York: W. de Gruyter. <https://archive.org/details/valuesinmarketpl0000burk>
- Burlaud, A. (2022). 3. Comptabilité et valeur. Dans : , A. Burlaud, *Comptabilités, l'empire des nombres* (pp. 45-85). Caen: EMS Editions. <https://www.cairn.info/comptabilites-l-empire-des-nombres--9782376874935-page-45.htm>
- Brown, D. (1927). Centralized Control with Decentralized Responsibilities. *American Management Association, Annual Convention Series : No. 57*, pp. 1-24.
- de La Bruslerie, H. (2010). *Analyse financière. Information Financière, Diagnostic et Evaluation", 4e édition, Dunod, Paris.*
- Castro, N. R., & Chousa, J. P. (2006). An integrated framework for the financial analysis of sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 15(5), 322-333. <https://doi.org/10.1002/bse.539>
- Chambost, I., & Praquin, N. (2015). L'analyse financière, un enjeu de société. *Comptabilité, Finance et Politique*, 173. <https://shs.hal.science/halshs-01132706/file/Mélanges%20Hoarau.pdf#page=201>
- Charreaux, G. (2014). *Finance d'entreprise*. EMS Editions. <https://doi.org/10.3917/ems.charr.2014.01>
- Cohen, É. & Perez, R. (1999). Vingt ans d'analyse financière en France. *Comptabilité Contrôle Audit*, 5, 61-76. <https://doi.org/10.3917/cca.053.0061>
- Cohen, É. (2004). Analyse financière, collection Gestion. *ECONOMICA*.
- Contrafatto, M., & Burns, J. (2013). Social and environmental accounting, organisational change and management accounting: A processual view. *Management Accounting Research*, 24(4), 349-365. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2013.10.004>
- Colasse, B. & Oxibar, B. (2021). *L'analyse financière des entreprises*. La Découverte. <https://doi.org/10.3917/dec.colas.2021.01>
- Davis, T. C. (1950). How the DuPont Organization Appraises Its Performance. *Financial Management Series Number 94*. New York: American Association.

- Deinzer, H. (1935). Capital Stock and Surplus: Legal and Accounting Relations. *The Accounting Review*, 10(4), 333–345. <http://www.jstor.org/stable/238218>
- Feger, C., Mermet, L., Vira, B., Addison, P. F. E., Barker, R., Birkin, F., Burns, J., Cooper, S., Couvet, D., Cuckston, T., Daily, G. C., Dey, C., Gallagher, L., Hails, R., Jollands, S., Mace, G., Mckenzie, E., Milne, M., Quattrone, P., Rambaud, A., ... Sutherland, W. J. (2019). Four priorities for new links between conservation science and accounting research. *Conservation biology : the journal of the Society for Conservation Biology*, 33(4), 972–975. <https://doi.org/10.1111/cobi.13254>
- Fisher, I. (1930). *The Stock Market Crash—and After*. New York: Macmillan.
- Flower, J. (2015). The international integrated reporting council: a story of failure. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.002>
- Gensse P. (1995). L'invention comptable de la réalité : entre la règle et le mythe ». *Mélanges en l'honneur du professeur Claude Pérochon*, Foucher, Vanves, p. 221-231.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security Analysis*. New York: Whittlesey House. New York: McGraw-Hill Book Company.
- Haddad, M., & Joséphine, K. H. (2017). Analyse financière de l'entreprise: évolution et panorama des approches traditionnelles. *Proche-Orient Études en management*, 29, 111-131. <https://ojs3.usj.edu.lb/poem/article/view/471>
- Hicks, J. (1974). Capital Controversies: Ancient and Modern. *The American Economic Review*, 64(2), 307–316. <http://www.jstor.org/stable/1816058>
- Hoarau, C. (2008). *Maîtriser le diagnostic financier*. Groupe Revue fiduciaire.
- Lemarchand, Y., & Praquin, N. (2005). Falsifications et manipulations comptables. La mesure du profit, un enjeu social (1856-1914). *Comptabilité contrôle audit*, Tome 11(3), 15-33. <https://doi.org/10.3917/cca.113.0015>
- Lee, T. A. (1974). *Income and value measurement : Theory and practice*. <https://ci.nii.ac.jp/ncid/BA06902670>
- Lemercier, C., & Zalc, C. (2012). For a new approach to credit relations in modern history. *Annales. Histoire, Sciences Sociales-English Edition*, 67(4), 663-691. <https://doi.org/10.1017/s2398568200000418>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Moody, J. (1906). *The art of Wall Street investing*. The Moody corporation.
- Moody, J. (1909). *Moody's Analyses of Railroad Investments*. Moody's Corporation.
- Moody, J. (1917). *Moody's manual of investments : American and foreign. Steam railroads*. Moody's Corporation. <https://archive.org/details/moodysmanualofin00newyuoft/mode/2up>
- Müller, J. (2014). An accounting revolution? The financialisation of standard setting. *Critical Perspectives on Accounting*, 25(7), 539-557. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2013.08.006>
- Notat, N., & Sénard, J. D. (2018). L'entreprise, objet d'intérêt collectif. *Rapport aux Ministres de la transition écologique et solidaire, de la justice, de l'économie et des finances du travail*.

- Penman, S. H., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). The book-to-price effect in stock returns: accounting for leverage. *Journal of accounting research*, 45(2), 427-467. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00240.x>
- Poitras, G. (2016). *Equity capital: From ancient partnerships to modern exchange traded funds*. Routledge.
- Pohl, P., M., & Freitag, F., S. (Éds.). (1994). *HANDBOOK ON THE HISTORY OF EUROPEAN BANKS* [Google book]. Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781781954218>
- Praquin, N. (2006). L'analyse du risque au Crédit Lyonnais: l'utilisation de tableaux de retraitements comptables (1871-1919). *Finance Contrôle Stratégie*, 9(4), 169-191.
- Praquin, N. (2007). L'analyse du risque bancaire au Crédit Lyonnais (1880-1925). *Entreprises et histoire*, 48, 56-72. <https://doi.org/10.3917/eh.048.0056>
- Previts, P., G. J., & Merino, M., B. D. (1979). *A history of accounting in America : An historical interpretation of the cultural significance of accounting*. A Ronald Press publication.
- Rambaud, A., & Richard, J. (2017, May). Les deux théories du capital financier: Application au Goodwill. In *Accountability, Responsabilités et Comptabilités* (pp. cd-rom).
- Rambaud, A., & Jacques, R. (2020). *Rapport du Projet de recherche ANC «Le capital: analyse croisée comptable, économique et historique»* (Doctoral dissertation, Autorité des Normes Comptables).
- Rambaud, A., Karyotis, C., Dejean, F., & Sharam, A. (2022). Mesure et définition d'impacts extra-financiers des investissements: retour des théories et pratiques de l'Impact Investing et apports possibles de la comptabilité. Paris, ANC.
- Rambaud, A. (2023). *How can accounting reformulate the debate on natural capital and help implement its ecological approach?* (Working Paper No. 8567406c-bed0-4401-9792-a). Agence française de développement. <https://www.afd.fr/en/ressources/how-can-accounting-reformulate-debate-natural-capital-and-help-implement-its-ecological-approach>
- Richard, J. (2015). The dangerous dynamics of modern capitalism (from static to IFRS' futuristic accounting). *Critical Perspectives on Accounting*, 30, 9-34. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.09.003>
- Richard, J., Bensadon, D., & Rambaud, A. (2018). *Comptabilité financière-11e éd.: Normes IFRS et françaises*. Dunod.
- Spremann, K. (2009). Old and new financial paradigms. In *Current Challenges for Corporate Finance: A Strategic Perspective* (pp. 7-26). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. [https://doi.org/10.1007/978-3-642-04113-6\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-642-04113-6_2)
- Sylla, R. (2002). An historical primer on the business of credit rating. Dans *New York University Salomon Center series on financial markets and institutions* (p. 19-40). [https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8\\_2](https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_2)
- Thomas, B. S. (1982). Reporting cash flow information. *Journal of Accountancy (pre-1986)*, 154(000005), 98.
- Toms, J. (2010). Calculating Profit : A Historical perspective on the development of Capitalism. *Accounting Organizations and Society*, 35(2), 205-221. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.06.002>
- Weinberg, J. (2018). Know Everything That Can Be Known about Everybody: The Birth of the Credit Report. *Vill. L. Rev.*, 63, 431. <https://ssrn.com/abstract=3204450>.
- Williams, J. B. (1938). *The Theory of Investment Value*. 3rd University Press.

Wilson, B. (2011). On the information content of ratings: An analysis of the origin of Moody's stock and bond ratings. *Financial History Review*, 18(2), 155-190. doi:10.1017/S0968565011000072

Woodlock, T. F. (1895). *The Anatomy of a Railroad Report*. United States Book Company.