HAL open science

Le comportement des Entreprises en matière de trésorerie : Endettement net, performances financières et investissement

Henri Koulayom

▶ To cite this version:

Henri Koulayom. Le comportement des Entreprises en matière de trésorerie : Endettement net, performances financières et investissement. Sciences de l'Homme et Société. Université de Paris IX Dauphine, 1997. Français. NNT : . tel-01147861

HAL Id: tel-01147861
https://auf.hal.science/tel-01147861

Submitted on 4 May 2015

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

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

Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial 4.0 International License

UNIVERSITE PARIS IX-DAUPHINE
UFR 3ème CYCLE DE SCIENCES DES ORGANISATIONS

LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES EN MATIERE DE TRESORERIE :

ENDETTEMENT NET, PERFORMANCES FINANCIERES ET INVESTISSEMENT

THESE DE DOCTORAT EN SCIENCES DE GESTION
(Arrêté du 30 mars 1992)
présentée et soutenue publiquement par

Henri KOULAYOM

Sous la direction de

Monsieur le Professeur Elie COHEN

16 janvier 1997

70

TH DE 1495

B.U. PARIS DAUPHINE
D 016 074984 8

REMERCIEMENTS

Je ne saurai jamais exprimer assez ma reconnaissance à Monsieur le Professeur Elie COHEN pour avoir dirigé ces trois années de recherche avec le soutien de la Direction Générale du Crédit de la Banque de France, du Centre de Recherche sur la Gestion de l'Université de Paris-Dauphine et de l'Association Nationale de la Recherche Technique.

Je remercie tous les membres de ce jury ainsi que les rapporteurs.

Je remercie Monsieur le Professeur Bernard COLASSE pour son accueil dans le DEA qu'il dirige à l'Université de Paris-Dauphine, pour ses suggestions lors de la pré-soutenance et plus précisément d'avoir accepté d'être membre de ce jury.

Je remercie Monsieur Gérard GRANBOULAN pour ses suggestions et pour avoir accepté d'être membre de ce jury. Sa rigueur dans le raisonnement m'a permis de rester plus réaliste dans les conclusions.

Je remercie Monsieur François MOURIAUX d'avoir jugé mon travail. Son apport dans cette recherche est très important.

Je remercie Monsieur Jean-Charles SANANES et Monsieur Alain LIATARD sans l'appui desquels cette recherche n'aurait pas pu être effectuée.

Je remercie tous les professeurs, professionnels et amis pour leurs précieux commentaires tant au niveau de l'élaboration du projet recherche que de sa réalisation.

BIBLIOTHEQUE DE L'UNIVERSITE PARIS IX DAUPHINE

TH DE 1495

A

Je remercie la Direction Générale du Crédit de la Banque de France et en particulier la Direction des Entreprises, pour le cadre de travail exceptionnel qui m'a été offert. Je remercie les statisticiens et les informaticiens de la Direction des Entreprises de la Banque de France, pour leurs précieux conseils. Je remercie les documentalistes de l'équipe de Madame Micheline FITTING pour leur disponibilité et pour leur professionnalisme.

Je remercie tous mes collègues du Service de Méthodologie d'Analyse Financière de la Banque de France pour leur accueil, leur aide et leur amitié. Je leur exprime mon attachement.

En plus du soutien scientifique, trouvé dans le corps académique de l'Université de Paris-Dauphine et dans le corps des agents de la Banque de France, je tiens enfin à remercier ma famille et mes amis pour leurs encouragements. Ce travail est dédié à ma famille, en particulier à mon frère Hyppolite-André qui me manque beaucoup.

L'Université de Paris IX-Dauphine n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

RESUME

Avec le développement des marchés financiers et la généralisation des techniques de gestion de trésorerie au niveau mondial, il n'est plus rare de voir des entreprises industrielles qui détiennent des volumes de disponibilités et valeurs mobilières de placement (trésorerie "actif") importants. Partant de ce constat, on cherche à comprendre le rôle de la trésorerie dans la politique financière pour les entreprises qui détiennent une trésorerie excédentaire.

La première partie fait un inventaire des principaux travaux relatifs à la trésorerie tant du point de vue des théories de la firme (chapitre 1) que des théories économiques et financières (chapitre 2). Après avoir parcouru une série de théories économiques et financières ayant pour objet d'expliquer le phénomène de détention de trésorerie, on construit un cadre théorique du comportement des entreprises en matière de trésorerie (chapitre 3). Pour ce faire, on va retenir une conception précise de la fonction de trésorerie et élaborer des hypothèses de recherche permettant d'expliquer pourquoi les entreprises détiennent de la trésorerie excédentaire malgré le coût de la dette.

La deuxième partie conduit à proposer dans un premier temps une méthodologie d'analyse financière basée autour de l'endettement financier net de trésorerie (chapitre 4). Elle permet de valider dans un second temps l'hypothèse selon laquelle il existe une relation entre la trésorerie et les performances financières d'une part (chapitre 5), entre la trésorerie et l'investissement d'autre part (chapitre 6).

MOTS CLES

Fonction de trésorerie - Trésorerie excédentaire - Trésorerie "actif" - Endettement financier net - Performances financières - Investissement - Développement.

HOLDINGS OF CASH AND MARKETABLE SECURITIES : NET DEBT, FINANCIAL PERFORMANCES AND INVESTMENT

ABSTRACT

At the end of 1991, french corporations held approximately $313billion in cash and marketable securities except investments ($132 billion in 1985). Why then, do sensible firms hold it ? The increasing uncertainty in external and internal company environments means it has become worthwhile to examine the theoretical dimension of cash holdings (chapter 1). This thesis puts forward a theoretical framework for this atypical movement by referring to various theories of the firm relating to financial structure, dividend policy, liquidity preference, investment and portfolio management (chapters 2, 3). This is explored in two essays. Using a sample of data from the Banque de France Balance Sheet Data Centre, it is demonstrated in the first essay that firms that purchase investment securities generally perform better than their counterparts (chapter 5). It is examined in the second essay the impact of holdings of cash and marketable securities on the firm's investment (chapter 6). Overall, a new methodology of financial statement analysis for firms which hold a lot of cash and marketable securities is provided (chapter 4).

KEYWORDS

Cash and marketable securities - Net debt - Endettement financier net - Financial performances - Investment.

SOMMAIRE

SOMMAIRE ET AVANT-PROPOS 1

INTRODUCTION 6

PREMIERE PARTIE : REVUE DE LA LITTERATURE ET CONSTRUCTION D'UN CADRE THEORIQUE 19

Chapitre 1 : Environnement de la fonction de trésorerie 20

Chapitre 2 : Analyse des travaux sur la trésorerie 45

Chapitre 3 : Vers une théorie de la trésorerie 91

Conclusion de la première partie 113

DEUXIEME PARTIE : METHODOLOGIE D'ANALYSE ET ETUDE EMPIRIQUE 116

Chapitre 4 : Détermination des mesures et méthodologie d'analyse financière 118

Chapitre 5 : Interactions entre trésorerie et performances financières 178

Chapitre 6 : Trésorerie, investissement et développement 219

Conclusion de la deuxième partie 263

CONCLUSION GENERALE 265

LISTES DES TABLEAUX, DES SCHEMAS ET DES ENCADRES .. 272

SIGLES, ABREVIATIONS ET GLOSSAIRE 277

ANNEXE 282

BIBLIOGRAPHIE 295

TABLE DES MATIERES 307

AVANT-PROPOS

Cette thèse a pour point de départ une étude de la Direction des Entreprises de la Banque de France sur l'analyse des groupes et une série de notes internes sur la cotation des entreprises[1]. Ces travaux avaient noté l'importance de la trésorerie au sein du bilan des entreprises françaises. Les experts de la Centrale de Bilans de la Banque de France ont cherché notamment à évaluer l'amenuisement du taux d'endettement imputable à la prise en compte de la trésorerie "actif" définie comme l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Ces travaux ont mis en exergue la notion d'endettement financier net concurremment à celle d'endettement financier brut comme indicateur d'appréhension à la fois du caractère atypique de la détention de trésorerie massive par les entreprises et des relations financières intra-groupe. Les résultats ainsi trouvés au niveau des groupes sont admis implicitement par de nombreuses entreprises qui font de plus en plus référence à cet indicateur dès lors que le niveau de leur trésorerie est élevé[2].

Cette thèse a été entreprise en coordination avec le Service de Méthodologie d'Analyse des Entreprises et de Documentation Financière de la Banque de France (SMADF)[3] et avec le soutien du Centre de Recherche sur la Gestion (CEREG) et de l'Association Nationale de la Recherche Technique (ANRT).

Le premier obstacle était le bornage du champ de recherche. S'agissait-il de faire une thèse sur le concept d'endettement financier net ou une thèse sur la trésorerie ? Or, s'il

---

[1] Banque de France, "L'analyse du groupe", Note interne Banque de France, Centrale de Bilans, Octobre 1990.
De même, la circulaire n°93-26 introduit ce concept à l'annexe IV-2 sur la méthodologie des groupes de sociétés.

[2] Voir rapports annuels des principaux groupes français.

[3] Son objectif est de développer et de faire reconnaître les méthodes d'analyse des entreprises, de garantir la cohérence des différentes approches méthodologiques, d'intégrer la dimension européenne et d'organiser la veille financière en matière de techniques de financement des entreprises et d'analyse des entreprises. Elle joue un rôle moteur pour les autres services de la Direction des Entreprises.

est apparu bien plus tard que l'objet de la recherche était bien la trésorerie, il semblait fort difficile de mettre en évidence une question de recherche précise et sans ambiguïté. L'orientation des travaux s'imposait tout naturellement dans la mesure où l'objectif de la firme industrielle est de produire plus de richesses qu'elle n'en consomme. En somme, il s'agissait de mettre en relation la trésorerie et les éléments de la politique générale de l'entreprise dans une optique à la fois de résultat et de situation. La pratique et le traitement des bases de données de la Banque de France ont finalement montré que les liaisons entre ces variables pouvaient être réciproques. De retour à la théorie, la première pierre à l'édifice était posée ; il y avait donc suffisamment de matière à nourrir une grande réflexion sur la théorie de la firme, sur la place de la trésorerie dans le débat de la structure financière optimale et sur les théories explicites de la liquidité. Une bibliographie, qui n'est pas exhaustive sur le sujet, a été rassemblée lors d'un séjour à Los Angeles (au UCLA). Celle-ci contient de nombreuses références qui datent parfois de plusieurs années.

Par ailleurs, il était utile, voire indispensable, de réaliser plusieurs entretiens pour recueillir le point de vue d'enseignants et de professionnels sur la véracité de l'existence du phénomène de détention atypique de trésorerie ainsi que de sa déclinaison en indicateur d'endettement net. Les entretiens réalisés ont ainsi permis de découvrir laborieusement de nouveaux indices, de mettre à jour de nouvelles dimensions relatives au comportement des entreprises en matière de trésorerie et d'obtenir des récits et explications vivants, précis et complets, fondés la plupart du temps sur l'expérience personnelle. Ils ont aussi permis de valider les orientations méthodologiques de la thèse en assurant que les grands axes retenus pour la recherche s'appuient bien sur des bases solides.

Ceci a conduit à rechercher ce que la communauté académique et le monde professionnel pouvaient attendre d'un tel développement. Il s'agissait en fait d'expliquer des variables financières par la trésorerie. Partant de là, une reprise des investigations

empiriques a débouché sur l'élaboration d'hypothèses portant sur le pouvoir explicatif de la trésorerie. En effet, les recherches bibliographiques n'ont pas permis de trouver des travaux précis centrés sur le "pouvoir explicatif de la trésorerie", seul point obscur que la théorie avait souvent élagué, faute d'avoir focalisé toute son attention sur la détermination d'équilibres partiels. Parallèlement, il fallait asseoir tous ces travaux sur la base d'une fonction de trésorerie renouvelée au cours des années 80. En fait, tous les développements ne concernent que les entreprises industrielles détenant une trésorerie excédentaire de ce qui est nécessaire pour subvenir aux besoins liés à l'activité courante et se résument de la manière suivante : si les firmes détiennent ce type de trésorerie malgré le coût de la dette, c'est qu'il devrait exister un rendement implicite. *La boucle était enfin bouclée.*

INTRODUCTION

Avec le développement des marchés financiers et la généralisation des techniques de gestion de trésorerie au niveau mondial, on assiste depuis quelques années, dans les entreprises françaises, à l'apparition d'un nouveau phénomène financier. Désormais, il n'est plus rare de voir des entreprises industrielles qui détiennent des volumes de trésorerie "actif"[4] importants dans leurs bilans et qui gèrent, parallèlement, des volumes d'endettement parfois considérables. Les encours de placements financiers des sociétés ont été multipliés par trois entre 1985 et 1990 alors que le capital productif ne croissait dans le même temps que de 28,5% (Ricarte 1992). Beaucoup d'entre elles se soucient ainsi de plus en plus de la gestion du niveau de leur trésorerie. Ceci se traduit sur le terrain par l'émergence du concept d'endettement financier net[5].

En fait, ce comportement n'a pas forcément pour objet principal de minimiser le volume de l'encaisse, ni de faire de la fonction de trésorerie un véritable centre de responsabilité à part entière qui cherche à réduire les frais financiers et/ou à maximiser les produits financiers. La gestion des liquidités est devenue, dans certains cas, un facteur de dynamisme que la littérature classique n'a pas suffisamment mis en évidence. Elle fait partie des problèmes en finance d'entreprise que Brealey et Myers (1991, p.923) estiment non résolus : *nous savons que la valeur marginale de l'encaisse diminue avec l'importance du montant détenu, mais nous ne savons pas vraiment comment on peut évaluer les services que rend la grande liquidité de l'encaisse.*

---

[4]*Le mot de trésorerie est ambigu car il est utilisé pour désigner deux notions distinctes* (Colasse 1982, p.189). Pour parler de la trésorerie dans cette thèse, on utilise indifféremment le terme de liquidités. Par "actifs liquides" ou "actifs de trésorerie", il faut entendre l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Cependant, il faut noter que tout actif, quel qu'il soit, peut être évalué par son degré de liquidité. Enfin, la trésorerie hors-bilan représente les liquidités non apparentes au bilan qui peuvent être mobilisées rapidement.

[5]L'endettement financier net est égal à l'endettement financier brut moins les actifs liquides.

Le thème principal de cette thèse n'est pas la gestion de trésorerie *stricto sensu* mais l'influence de la trésorerie sur les variables financières ; le champ d'investigation porte sur l'ensemble des questions qui touchent la trésorerie. Le cadre conceptuel s'appuie, en fin de compte, sur une vision moderne de la fonction de trésorerie.

1. Problématique

Le phénomène d'assainissement financier des entreprises, quasiment continu depuis 1985 en France, se caractérise par le désendettement mais aussi par l'accumulation de trésorerie. Sous l'impulsion de la mondialisation des marchés financiers et des échanges de biens et services, les actifs financiers sont désormais devenus plus importants que les actifs non financiers (Bardos 1993, p.154). Dès lors les entreprises qui accumulent de plus en plus de trésorerie tendent à raisonner en terme d'endettement financier net.

Cela permet de conclure que le rôle joué par la trésorerie dans la gestion des entreprises à tous les niveaux est considérable. Toutes les opérations initiées par une firme industrielle se traduisent irrémédiablement par un échange de stock de monnaie[6]. Il apparaît dès lors que l'existence de cette dernière n'est justifiée que si la trésorerie qu'elle génère est exploitée en permanence pour produire plus de recettes que de dépenses. Sans la trésorerie, une entreprise ne peut survivre et ne peut avoir de succès par rapport à ses concurrents. A la lumière de la persistance des risques financiers, cette observation demande à être prouvée particulièrement à une époque où il est devenu presque banal de voir des entreprises à finalité industrielle détenir des volumes importants de trésorerie.

La formation de la trésorerie témoigne à la fois des décisions de gestion du dirigeant (financement, investissement,...) et de la position de l'entreprise à l'égard des

[6]La trésorerie est un stock de monnaie.

contraintes externes (marché, demande, concurrence, coût de l'endettement, etc.) (Banque de France 1988, p.87). Dans cette perspective, l'analyse de la trésorerie soulève de nombreux problèmes comme la relation entre la décision d'investissement et la décision de financement. Au delà de la vision néoclassique qui souligne traditionnellement une interdépendance entre ces deux types de décisions financières sur la base du postulat de marchés financiers parfaits, il semble plus réaliste d'envisager une situation d'interaction qui prend en compte l'imperfection des marchés financiers. La trésorerie joue au centre de cette question un rôle non négligeable, notamment par le biais du processus de développement dont la survie à moyen et long terme est la pierre angulaire. Il n'est donc pas inutile de s'interroger sur les tenants et les aboutissants d'un tel fait financier. Il convient enfin de dépasser les motifs classiques évoqués par les défenseurs de la théorie du portefeuille qui ne suffisent plus à légitimer la constitution de réserves de liquidités importantes.

L'objet de cette thèse est de chercher à comprendre le rôle de la trésorerie dans la politique financière pour des firmes qui détiennent une trésorerie excédentaire.

A priori, il s'agit d'entreprises qui détiennent des excédents de trésorerie au delà de ce qui est nécessaire pour satisfaire le motif d'adéquation des recettes aux dépenses.

Selon les enseignements classiques de la littérature économique et financière, la détention d'excédents de trésorerie peut nuire à l'entreprise du fait de son caractère "oisif". Une position plus élaborée consiste à aller au delà de cette vision des choses. A défaut de proposer une définition irrévocable de la détention de trésorerie excédentaire, il est possible d'en donner des approximations à partir d'une mesure de la trésorerie en termes de stock et/ou de flux. Quelques cas atypiques sont mis en évidence et

permettent de montrer dans quelle mesure l'évaluation de la trésorerie réelle des entreprises est complexe.

Partant de l'acceptation du concept empirique d'endettement financier net, deux questions générales de recherche sont posées[7].

- *La trésorerie permet-elle d'expliquer des phénomènes financiers comme la performance ou l'investissement ?*

- *L'indicateur d'endettement financier net issu de la pratique des entreprises permet-il de développer une nouvelle méthodologie d'analyse financière ?*

Dans un contexte d'inflation plus maîtrisée[8], la fonction de trésorerie prend en effet plus d'importance. Par conséquent, le trésorier doit assumer un rôle de prévisionniste issu du besoin de traiter une masse colossale d'informations financières disponibles aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise. Les travaux relatifs à la prévision de trésorerie et aux systèmes de gestion de trésorerie *stricto sensu* sont hors du champ de recherche.

Par ailleurs, le rôle des taux d'intérêt dans la détermination de la trésorerie des entreprises au cours des années 80 n'est pas approfondi. En effet, cette thèse ne concerne pas l'étude des interactions entre marchés réels et marchés financiers. Il en résulte que le thème de l'existence de l'éviction de la sphère financière sur la sphère réelle n'est abordé

[7]Le problème à résoudre est en effet né de la constatation du nouveau comportement des entreprises en matière de trésorerie au travers de l'indicateur d'endettement financier net. Cet outil sert de base à la mise en œuvre d'une théorie explicative. L'approche déductive permet ensuite d'exploiter tous les micro-développements que les théories économiques et financières ont consacré au phénomène.
Pour l'élaboration de la problématique, voir : Cohen (1992), Martinet (1990), Mitroff et Kilmann (1978).
[8]L'inflation qui oscillait autour de 11% entre 1974 et 1983, est descendue aux alentours de 3% à partir de 1986 (Source : Comptes de la Nation 1994).

que partiellement pour apprécier dans quelle mesure l'investissement en trésorerie peut être directement concurrent de l'investissement productif.

2. Enjeux théoriques, empiriques et méthodologiques

La première visée académique de cette thèse est de rassembler l'essentiel des travaux qui ont concerné de près ou de loin la trésorerie comme la résultante d'une logique économique et financière. Le point de départ consiste à mettre en évidence l'environnement interne et externe de la trésorerie. Deux questions de fonds sont posées.

- La modification et les bouleversements observés dans le système financier et bancaire ont-ils eu une incidence sur le comportement des entreprises en matière de trésorerie ?

- L'environnement interne des trésoriers a-t-il favorisé la prééminence de la fonction de trésorerie par rapport aux autres fonctions de l'entreprise ?

La trésorerie est considérée ensuite comme un agrégat qui peut mettre en jeu la finalité de la firme.

- Pourquoi les entreprises à finalité industrielle détiennent-elles de plus en plus de trésorerie malgré le coût de leurs dettes ?

En situation d'équilibre sur les marchés financiers, l'existence d'une trésorerie "actif" positive est une aberration. Plusieurs éléments peuvent être avancés pour réfuter cet argument : l'existence de la contrainte de liquidité, la présence de flux de trésorerie supérieurs à ce qui est nécessaire pour financer tous les projets à valeur actuelle nette positive, les motifs de détention keynésiens (transaction, précaution, spéculation,

financement), l'amélioration de la valeur de l'entreprise par un meilleur agencement de la structure des actifs, l'augmentation du risque de faillite, les taux d'intérêt, l'environnement financier, la gestion efficace d'un centre de responsabilité, etc.

Peu de travaux ont tenté de faire une revue de littérature sur le comportement en matière de trésorerie et de les intégrer dans un modèle explicatif. La trésorerie a souvent été considérée à la fois comme un emploi et, plus récemment, comme une ressource. Il faut donc souligner la façon dont la littérature peut être grossièrement décrite au travers de cette dualité. Ceci conduit à poser deux questions intéressantes mais néanmoins ouvertes.

- *En tant que ressource et/ou emploi, la trésorerie apporte-t-elle une protection à la firme ?*

- *En tant que fonction, la trésorerie crée-t-elle de la valeur ?*

La résolution de ces deux énigmes débouche sur un constat : le comportement des entreprises en matière de trésorerie ne serait donc pas neutre à l'égard de leurs performances financières et de leurs politiques d'investissement.

Dans la mesure où ce domaine de recherche souffre de travaux très imprécis sur le pouvoir explicatif de la trésorerie, un des objectifs de cette thèse est de mettre en perspective, sous forme d'illustration, les réflexions parfois partielles mais néanmoins intéressantes sur la question. La contrainte de liquidité, la place de la trésorerie dans le débat sur la structure financière, la valeur de la trésorerie dans la structure productive et la stratégie des entreprises, le rôle stabilisateur de la trésorerie dans les conflits inter-agents, etc. sont autant de thèmes qui méritent d'être étudiés. Pour mieux les intégrer

dans une logique générale, ces thèmes sont rassemblés autour de deux grandes idées : la performance financière et l'investissement.

D'un point de vue méthodologique, l'appréhension de l'équilibre financier du bilan à partir de la méthodologie actuelle d'analyse financière présente certaines difficultés dans un contexte de développement du rôle de la fonction de trésorerie dans les entreprises industrielles françaises au cours de cette dernière décennie. En effet, le maintien d'une trésorerie "actif" importante est de nature à remettre en cause l'appréciation classique des besoins de financement de l'entreprise et la mesure de sa véritable indépendance à l'égard des apporteurs de capitaux d'emprunt.

- Le concept d'endettement financier ainsi défini est-il apte à traduire l'endettement global réel d'une entreprise, difficilement appréciable au travers des méthodes classiques d'analyse compte tenu des contraintes de liquidités évolutives ?

- Si tel est le cas, cet indicateur est-il applicable à toutes les entreprises quel qu'en soit le cas de figure ?

Pour confronter les hypothèses posées à la réalité, on a recours aux bases de données de la Banque de France, peu utilisées pour la réalisation de thèses de doctorat en Sciences de Gestion. Il s'agit de la base comptable de la Centrale de Bilans (CDB) et du Fichier Bancaire des entreprises (FIBEN). Les données comptables utilisées sont limitées aux comptes sociaux sauf cas particuliers de bilans de groupes familiaux axés sur une même activité et se rapprochant plus d'une agrégation de postes que d'une véritable consolidation. L'absence de comptes consolidés peut introduire des biais dans les résultats. Les entreprises retenues sont celles du secteur industriel ; les autres secteurs, c'est-à-dire bâtiment gros-œuvre, génie civil et agricole, le commerce, l'agriculture-

sylviculture-pêche et l'énergie sont exclus du champ d'analyse. Le poids important des activités des entreprises industrielles dans l'économie française est suffisant pour justifier ce choix d'autant plus qu'aujourd'hui, on a une très bonne connaissance des branches de l'industrie qui ne cesse de s'améliorer sur tous les plans. Enfin, ces secteurs sont statistiquement les plus représentatifs des bases de données étudiées.

En fin de compte, la démarche de la thèse s'articule autour de deux principaux volets (schéma 0.1). La première partie constitue un exposé des écrits sur la fonction et la gestion optimale de la trésorerie qui fait appel à d'anciens travaux mais aussi à des développements récents. Les chapitres de la première partie traitent tour à tour de l'environnement empirique de la fonction de trésorerie (chapitre 1), de la position de la trésorerie dans les principales théories économiques et financières (chapitre 2) et d'un modèle de relations causales du pouvoir explicatif de la trésorerie dans le cadre de la politique financière des entreprises (chapitre 3). Dans la deuxième partie, les théories et les observations faites dans les chapitres de la première partie se déclinent sous forme d'apports méthodologiques et empiriques. La notion de trésorerie est d'abord définie (chapitre 4). Ce chapitre traite ensuite le problème de la mise en œuvre du concept d'endettement financier net ainsi que de son utilité en analyse financière. Les hypothèses issues du modèle de base sont enfin testées dans les deux derniers chapitres (chapitres 5 et 6)[9].

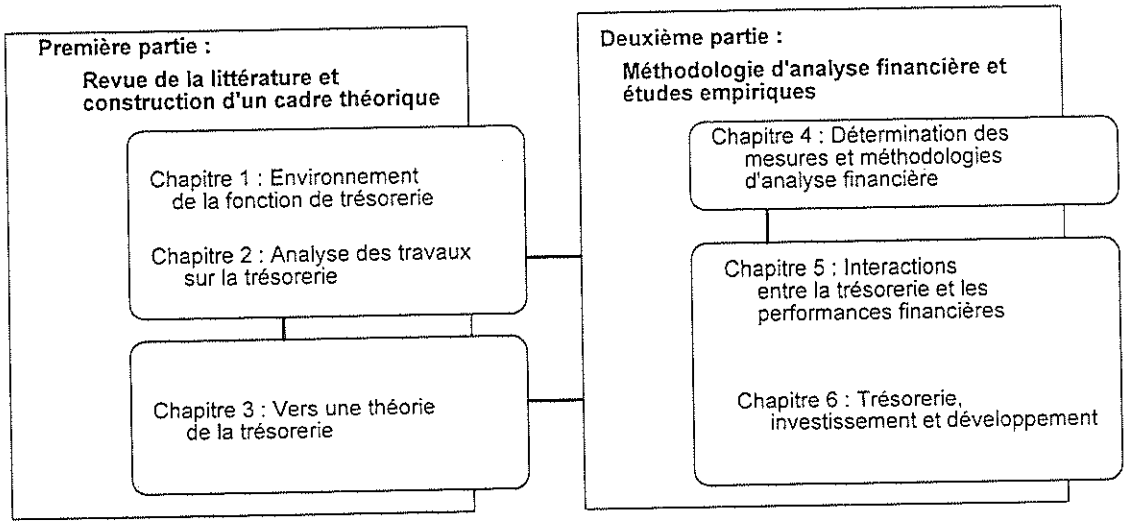
L'objectif de cette thèse est en définitive, de contribuer à l'amélioration des connaissances sur le comportement des firmes françaises en matière de trésorerie et de la méthodologie d'analyse financière[10].

---

[9]Des techniques statistiques sont utilisées pour valider ces hypothèses.
Voir : Wannacott et Wannacott (1990), Saporta (1990), Dormont (1989) et les manuels d'utilisation du logiciel Sas Institute Inc. (1990).

[10]Les travaux suivants ont servi de guide dans la mise en œuvre d'une démarche globale : Popper (1959), Kuhn (1962), Piaget (1968), Le Moigne (1994).

Schéma 0.1 Démarche de recherche



3. Hypothèses et apports majeurs

Pour éviter d'être sans cesse obligé de justifier les postulats implicites aux raisonnements que l'on développe dans la thèse, le premier chapitre décrit les conditions de fonctionnement des services de trésorerie utiles pour concevoir la trésorerie comme un vecteur du dynamisme économique et financier de l'entreprise et par conséquent porteuse d'une création de richesse au niveau global. Les entreprises considérées sont celles qui, pour la plupart, ont acclimaté les conditions d'une gestion moderne de la trésorerie. Ceci amène à soutenir le point de vue suivant :

Dans un monde où persiste la contrainte de liquidité associée à une certaine incertitude des marchés financiers, l'objectif majeur des services de trésorerie est de minimiser les risques financiers, notamment en neutralisant leurs coûts de fonctionnement. Si, à court terme, il semble difficile de réaliser cet objectif, à long terme, il y a une parfaite neutralité.

La gestion de trésorerie type d'une entreprise est effectuée dans le cadre de son objectif général avec un souci d'arbitrage entre le risque d'illiquidité et la réalisation de produits financiers d'une part, la minimisation du coût de la dette et la préparation des futurs investissements d'autre part. En tout état de cause, son principal objet n'est pas de créer de la richesse financière. C'est, en définitive, par le truchement de son effet sur l'activité industrielle et commerciale que la fonction de trésorerie apporte sa contribution à la valeur globale de l'entreprise.

L'adoption du concept empirique d'endettement financier net conduit à la construction d'une méthode de mesure. Sur le plan de l'analyse financière, la détention excessive de

trésorerie observée chez certaines entreprises va au delà d'un simple motif d'ajustement. La détermination de l'indicateur d'endettement financier net permet d'observer le comportement réel de la firme en considérant la trésorerie comme une variable stratégique. De ce fait, la trilogie "fonds de roulement-besoin en fonds de roulement-trésorerie" devient inopérante. Cette analyse replace l'endettement financier net dans une optique pluridisciplinaire c'est-à-dire dans le contexte de la théorie de la firme, de la structure financière, des processus liés à la gestion de trésorerie, des méthodes d'analyse financière et des liaisons financières intra-groupe. La fonction de trésorerie est en définitive vue comme un élément de la politique de financement.

Dans ce modèle, il y a en fait équilibre financier, dès lors que l'endettement financier net est suffisant pour financer l'actif économique non couvert par les fonds propres. On propose non seulement une nouvelle formulation de l'équilibre financier mais aussi des outils associés à des tableaux financiers et à une méthode des ratios inédite.

Comme outil de recherche, le concept d'endettement financier net est une mécanique féconde de l'analyse financière qui peut être mise au service de toute discipline intéressée par l'analyse positive des comportements individuels des entreprises. Il peut être calculé pour toutes les entreprises mais n'est pertinent que pour les entreprises qui ont de la trésorerie excédentaire. Un postulat majeur a permis de répondre en partie à ce dernier problème. Une firme qui détient des valeurs mobilières de placement a une forte probabilité de détenir de la trésorerie en sus de son objectif de trésorerie nécessaire à l'exploitation (Copeland, Koller et Murrin 1991, p.121). Dans une moindre mesure, la génération de flux de trésorerie importants peut être le prélude à une détention de trésorerie excédentaire.

Ce constat du phénomène de détention massive de trésorerie par les firmes permet de déduire une nouvelle théorie explicative des comportements financiers des firmes à partir de la trésorerie. Les implications logiques qui découlent de la littérature

conduisent à extraire deux hypothèses relatives aux performances financières et à la politique d'investissement que l'on confronte à l'épreuve des faits.

Hypothèse 1 *: Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement ont de meilleures performances financières que les entreprises qui n'en détiennent pas.*

Hypothèse 2 *: L'investissement effectué par une firme au cours d'une année est influencé par le stock de trésorerie de l'année précédant l'investissement et par le flux de trésorerie de l'année de l'investissement.*

Il va sans dire que la trésorerie n'explique pas tout. Les développements qui suivent s'inscrivent donc dans une perpective d'analyse du pouvoir explicatif de la trésorerie dans le cadre de la politique financière des firmes.

Première partie :

REVUE DE LA LITTERATURE ET CONSTRUCTION D'UN CADRE THEORIQUE

PREMIERE PARTIE : REVUE DE LA LITTERATURE ET CONSTRUCTION D'UN CADRE THEORIQUE

L'objet de cette première partie est de passer en revue toute la littérature économique et financière relative à la problématique de la trésorerie et d'en extraire les éléments qui permettent de construire un modèle explicatif du comportement des firmes en matière de trésorerie. *Instrument d'action à la disposition des dirigeants, la gestion de la trésorerie concourt à la réalisation des objectifs qu'ils se sont assignés, en fonction du degré de liberté dont jouit leur entreprise dans son environnement et des rapports de domination où de sujétion qu'elle entretient avec ses partenaires économiques* (Banque de France 1988, p.47). Dès lors, le premier chapitre consiste en l'exploration de l'environnement du trésorier ; cet *"homme d'action" qui, placé devant des problèmes particuliers liés à l'influence de l'environnement externe et interne, doit procéder à des réflexions analytiques pour prendre connaissance des problèmes qu'il rattache à des concepts ou à des situations déjà connues de lui, afin de déterminer la catégorie dans laquelle viendront s'insérer les problèmes* (Juppeau 1975, p.134). A cet égard, il s'agit de définir l'objectif de la fonction de trésorerie de la firme dans le cadre de sa politique générale eu égard à la transformation des marchés financiers. Force est de constater qu'il n'existe pas de littérature homogène sur le thème de la trésorerie. Le deuxième chapitre se place dans une perspective plus théorique de la trésorerie en la considérant comme une ressource ou comme un emploi. Sans prétendre à une quelconque exhaustivité, ce chapitre tente en fait de rassembler les principales contributions sur la trésorerie. Des travaux anciens ont été retenus dans certains cas faute de renouvellement de la recherche. Le troisième chapitre opère une synthèse des deux premiers chapitres. Il débouche sur un modèle de relations causales mettant en relation la trésorerie et les performances financières d'une part, la trésorerie et la politique d'investissement d'autre part.

Chapitre 1 : Environnement de la fonction de trésorerie

Comme pour toutes les autres fonctions de la firme, la conjonction du contexte économique et des réformes sur les marchés financiers a conduit la fonction de trésorerie des entreprises à se renouveler en s'acclimatant aux exigences nées de l'existence d'un environnement financier nouveau (Courtois 1993)[11]. Entre 1982 et 1986, le produit intérieur brut a augmenté de 16% alors que l'indice mondial des marchés financiers a augmenté de 130% (Source : OCDE). Les actifs financiers des firmes sont devenus plus importants que les actifs non financiers en 1987 (Ricarte 1992, Bardos 1993, p.154)[12]. Dès lors, leur gestion financière a pris de l'ampleur. Le renouvellement de la fonction de trésorerie qui s'en est suivi, s'explique par la résurgence d'activités à rebondissements stratégiques[13]. Par conséquent, la maîtrise des entrées-sorties de fonds et des risques financiers joue un rôle important dans l'accomplissement des objectifs dévolus à la firme. Toutefois, l'accroissement important des actifs de trésorerie dans le bilan des entreprises durant les années 80-90 a pu faire penser qu'elles étaient, précisément pour certaines, en phase de devenir des firmes financières. Il a en effet remis au goût du jour, la question de l'activité fondamentale de la firme. En réalité, la firme industrielle n'a pas changé sa vocation première qui consiste selon la Banque de France (1988, p.3) *à produire plus de richesses qu'elle n'en consomme et à rétribuer les facteurs qu'elle met en œuvre (capital et travail).* On développe ici l'idée que l'activité financière ne peut pas se substituer au métier de base de l'entreprise qui reste la mise en

[11]Le nouvel environnement institutionnel est peut-être à l'origine d'un développement du comportement patrimoniale des sociétés, au point de faire apparaître la croissance de leurs actifs financiers comme une donnée stratégique du compte des entreprises et de la politique financière (Ricarte 1992).

[12]Les comptes de patrimoine établis par l'INSEE attestent un gain de plus de 20 points de la part des actifs financiers par rapport aux actifs non financier entre 1983 et 1988.

[13]Selon une enquête réalisée auprès de plus de 100 trésoriers et directeurs financiers de grandes entreprises industrielles et commerciales implantées en France, la fonction est rattachée dans 88% des cas à la Direction Financière et représente pour les 3/4 des entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 1 milliard de francs, un service spécialisé, avec un effectif moyen de plus de 5 personnes.
Voir : Rapport d'Etude de Bossard Consultants et de la Banque Hervet publié dans la Correspondance Economique du 5 Janvier 1994.

œuvre d'une finalité industrielle et commerciale. Pour ce faire, on s'appuie sur la théorie de la firme et l'évolution de la fonction de trésorerie pour montrer que l'articulation de la politique générale des entreprises pendant cette période a conduit à élargir la place de la trésorerie au sein d'une fonction financière sans cesse grandissante. En se définissant comme des sous-entités économiques dont la finalité financière est d'abord la pérennité, les entreprises ont adapté leur gestion des liquidités à un environnement financier nouveau caractérisé par des risques financiers de toute nature (Kallberg et Parkinson 1993). Elles cherchent par ailleurs à s'immuniser contre des risques de pertes qui peuvent être parfois considérables. Contrairement à la théorie classique, les transformations des marchés financiers sont susceptibles d'exercer une influence profonde sur la stratégie des firmes (Gönenç 1990). En fin de compte, la détention massive de trésorerie par les firmes ne remet pas en cause les conditions de leur existence telles qu'elles ont été mentionnées par la théorie classique. Elle consacre une prépondérance de la fonction de trésorerie (compartiment séparable de la fonction financière), sans toutefois renier l'objectif strictement industriel et commercial que s'est fixée la firme à l'origine. L'étude qui suit s'interroge sur l'implication de la "financiarisation" des firmes pour leur devenir d'une part, sur l'agencement entre les diverses tâches du trésorier au vu notamment des nouvelles contraintes liées à la politique de placement et à la gestion des risques financiers d'autre part[14].

1.1. Devenir des entreprises face aux réformes des marchés financiers

La part des entreprises françaises dans la formation de l'épargne brute de la nation est dorénavant plus importante (Source : Rapport sur les Comptes de la nation 1992, INSEE). L'amélioration de leurs résultats rendue possible par la baisse des frais

[14]Pour l'application de la théorie de la firme dans la réforme de l'entreprise, voir : Simon et Tézenas du Montcel (1977)

financiers et par la déformation du partage de la valeur ajoutée a été en partie consacrée davantage au désendettement ou à des placements financiers qu'à des investissements. Il en résulte qu'avec un taux d'autofinancement de plus en plus important, le taux d'épargne des entreprises s'est élevé au détriment de la masse salariale. Dans ce cadre, l'internationalisation des systèmes financiers a été stimulée par le processus de mondialisation des économies. Elle s'est d'abord traduite en France par l'adoption d'une série de réformes tendant à asseoir la place financière française dans les mêmes conditions de concurrence que les autres places financières (voir encadré 1.1). Les innovations financières ont favorisé dans un premier temps, l'augmentation de la détention d'actifs financiers par les entreprises en créant et en élargissant la gamme des produits et des marchés. Le développement des technologies informatiques et télématiques a permis dans un second temps de donner à une population d'entreprise plus grande, l'accès à des instruments standardisés de plus en plus sophistiqués. De même, l'inversion de la courbe de la structure des taux, à la fin des années 80, a sans doute rendu les stratégies de placement financier avantageuses, mais elle ne saurait complètement expliquer l'intérêt actuel des entreprises pour la trésorerie.

1.1.1. Coexistence entre placements financiers et investissements productifs

Bessis (1985, p.2) soutient la thèse suivante : *Le devenir des entreprises, comme les redéploiements des ressources dans l'appareil productif, sont tributaires des objectifs financiers. La pression du système financier sur le système productif est probablement d'autant plus intense que la sanction financière des comportements est plus rapide et brutale lorsque les perspectives de rentabilité sont moindres et que l'aléa qui les affecte est amplifié.* Dans une perspective de gestion de la liquidité, la finalité de création de richesses est secondaire à l'objectif de survie (Gallinger et Basil-Healey 1991, p.6).

L'évolution frappante des marchés financiers durant ces dernières années renvoi à la question de la place de la fonction financière par rapport à la fonction productive. Dès lors que l'activité économique et financière de la firme génère des excès de liquidités, il se pose le problème de son affectation. Le processus d'articulation entre la constitution des ressources et le choix des emplois s'est effectué au profit d'une fonction financière plus forte mais toujours soumise à une fonction productive par définition plus risquée.

En effet, la prise en compte de l'environnement financier dans la gestion de l'entreprise est source d'incertitude (Issoulie et Thomas-Roubine 1987). Ainsi, certaines firmes ont malgré elles accru le poids qu'elles accordent à la fonction financière pour réduire les risques induits par le contexte économique incertain et par l'innovation financière qui autorise des possibilités de rémunération au moindre risque.

L'inflexion de ces faits sur le processus de développement des entreprises a interpellé plus d'un auteur sur la question-clé des interactions entre marchés réels et marchés financiers d'une part, sur le thème de l'existence implicite d'une éviction de la sphère réelle par la sphère financière d'autre part (Ricarte 1992).

En tout état de cause, il doit exister des interactions entre la sphère financière et la sphère réelle puisqu'à l'évidence, il ne peut y avoir d'investissement sans financement. Cette complémentarité correspond au financement des investissements réels par un système financier qui collecte une épargne jugée bénéfique par les agents et dans lequel le marché secondaire joue un rôle pivot en assurant la liquidité. Beaucoup d'entreprises ont bénéficié des effets positifs de l'évolution des marchés financiers. Elles ont notamment accru leur flexibilité financière en élargissant les domaines de compétence de leur fonction financière. L'optimisation de l'allocation des ressources dans un contexte plus instable s'effectue ainsi par des phénomènes d'anticipation d'agents cherchant à gérer au mieux leur risque financier. Cependant, un investisseur peut avoir intérêt à investir dans des actifs financiers lorsque le rendement de ceux-ci devient

supérieur au rendement réalisé par les actifs réels. Une partie non négligeable des entreprises françaises n'est pas insensible à cette règle.

A partir d'un échantillon de 986 entreprises industrielles de la Centrale de Bilans du Crédit National, Prohin et Vignolle (1992) infirment l'hypothèse d'une éviction de l'investissement physique par les placements aussi bien à court terme qu'à plus long terme. Il semble toutefois que les firmes investissent en priorité dans leur système productif. C'est seulement dans un second temps qu'elles orientent leur encaisse résiduelle vers des placements. Lorsque le rendement des actifs croît, les firmes créatrices de richesses se comportent en fonction du modèle de choix de portefeuille. Elles ont tendance à ne pas substituer leurs titres financiers à leur stock de capital (Epaulard et Szpiro 1991).

Une deuxième estimation à partir d'une fonction d'investissement ne permet pas non plus de conclure à une éviction dans la mesure où les entreprises qui sous-investissent ne développent pas forcément une forte activité financière. Selon Epaulard et Szpiro (1991), il apparaît que les effets d'une variation de la richesse peuvent être positifs sur la politique de désendettement et de placement. Néanmoins ces effets disparaissent à un horizon lointain pour permettre à la firme de réaliser son objet social qui consiste d'abord à investir dans des actifs physiques. Bretel, Caubet-Hiloutou, Di-Carlo et Epaulard (1992) cherchent quant à eux, à montrer que la détention de participation n'est pas sans effet sur l'efficacité d'exploitation de la firme compte tenu du fait que les achats de valeurs mobilières de placement et les acquisitions de titres de participation relèvent de deux stratégies différentes. En ayant recours à une fonction de production, ils trouvent que les acquisitions de titres de participation varient en fonction du rendement financier de ces titres et de l'influence marginale de leur détention sur l'activité productive de la firme. Ils ajoutent enfin que les investissements financiers et les investissements physiques se complètent dans le cadre d'une politique globale. Loin d'être de véritables concurrents, l'investissement financier est positivement lié à

l'investissement physique à court et moyen terme ; en revanche l'investissement physique n'est positivement lié à l'investissement financier qu'à moyen terme. S'il existe, l'effet d'éviction du financier sur le réel est le fait d'un nombre limité d'entreprises (Bardos et Paranque 1992, Fried et Gaudry 1988, Bardos 1993). Celles-ci se caractérisent par un taux d'investissement financier (valeurs mobilières de placement plus titres immobilisés) particulièrement élevé et un taux d'investissement productif relativement faible. En outre, ces actifs financiers ont été financés en partie par le recours à l'endettement et l'augmentation de capital. Si on s'en tient uniquement aux firmes industrielles qui détiennent des valeurs mobilières de placement, on observe que celles-ci ont des taux d'investissement comparables à celui des autres firmes qui n'en détiennent pas (Koulayom 1996b, 1996c). La politique de croissance intensive ne s'est pas faite systématiquement au détriment de la croissance interne puisque certaines entreprises ont mené les deux stratégies de front ou ont continué à privilégier l'investissement productif (Bricout et Colin-Sédillot 1993).

De toutes ces études qui traitent du phénomène de l'effet d'éviction, deux principales logiques d'analyse peuvent être dégagées. En premier lieu, le choix entre croissance interne et croissance externe est au centre de la logique industrielle qui guide les firmes dans leur politique d'acquisition de titres. En d'autres termes, une entreprise qui cherche à accroître ses parts de marché et sa capacité bénéficiaire peut le faire par le biais de prises de participation. Pourtant, il faut faire la distinction entre les différents types d'immobilisations financières. Il existe d'abord les actifs financiers qui peuvent être assimilés aux actifs non financiers et ensuite ceux qui relèvent de simples placements. Ces derniers apparaissent sous la rubrique "immobilisations financières" du bilan consolidé et sont assimilables à de la trésorerie. La *croissance externe apparaît nécessaire soit pour renforcer des positions traditionnelles (téléphonie, industrie de luxe, nucléaire, etc.), soit pour développer des créneaux intéressants (électronique grand public, informatique, chimie fine et pharmacie, etc.), soit encore pour défendre*

des secteurs menacés (assurances, finances, presse, édition et communication, etc.) (Pène 1988). Le rapport sur la politique de la concurrence établi par la Commission Européenne fait apparaître une accélération des mouvements de prise de contrôle durant les années 80, en particulier, de la part des 1000 premières grandes entreprises[15]. La vague de fusions et d'acquisitions s'est faite dans un élan de mondialisation des structures de fonctionnement des entreprises avec, en toile de fond, des périodes de faible croissance voire de récession. La restructuration des actifs répond quant à elle, à une préoccupation industrielle.

En second lieu, la logique financière consiste à optimiser un portefeuille constitué d'actifs physiques et d'actifs financiers compte tenu du couple risque-rentabilité et des possibilités de diversification. L'inversion de la courbe de la structure des taux d'intérêt entre 1989 et 1992 (Source : Compte de la nation 1994, INSEE), a favorisé la détention des actifs de trésorerie par les firmes ; cette situation a été un handicap pour certaines firmes dans l'accomplissement de leur politique d'investissement. Son redressement depuis 1993 a permis d'amorcer une certaine relance des investissements productifs. En tout état de cause, la persistance de taux d'intérêt réels positifs et l'amélioration des principaux indicateurs de rentabilité des entreprises ainsi que le poids important des charges financières ont encouragé jusqu'à un certain point la politique de désendettement. Il est difficile de mesurer l'impact de la volatilité des taux d'intérêt et dans une moindre mesure des taux de change, sur les choix de portefeuille. Le cumul des investissements financiers a deux aspects : l'un conjoncturel qui touche la gestion des risques financiers et l'autre structurel qui est relatif à la place croissante qu'a prise la fonction financière au sein de la firme. Ils doivent en somme, permettre aux entreprises de développer leurs stratégies concurrentielles.

15 Au nombre de 155 en 1983, de 208 en 1985, de 227 en 1986, de 303 en 1987, de 386 en 1988, de 492 en 1989.
voir De Laet (1991).

Encadré 1.1 : Les conséquences de la mondialisation des marchés financiers sur les firmes

Sur fond d'innovation financière, l'amélioration et le perfectionnement du système financier français s passés par ce qu'il est convenu d'appeler la règle des "3D" : décloisonnement, déréglementation désintermédiation. Le système propose dorénavant une intégration des différents marchés par le biais l'impulsion d'une plus grande concurrence et un mécanisme d'emprunts directs sans intermédiation. T se passe, en effet, comme si l'économie avait franchi un cap décisif qui l'a littéralement poussée d' système de financement bancaire à un système de financement nourri par les marchés financiers et d'autant plus que la part des institutions financières dans le financement de l'économie est revenue France de plus de 80% dans les années 70 à moins de 60% ces dernières années (Castel et Ullmo 199 Des réformes et des mesures ont été mises au point pour conduire, selon la formulation des autorités marché, la place financière française à des conditions de compétitivité comparables aux autres pays. l'origine, le système de financement des entreprises françaises était dominé par le financement provenance des banques. Mais ce régime s'est avéré être un handicap face au développement d'u économie internationale en plein aménagement et s'acheminant vers une intégration financière mondia En conséquence, le courant de réformes qui a débuté en France dans les années 80, s'est appuyé sur l expériences anglo-saxonnes où les marchés financiers tiennent déjà une place primordiale dans mécanisme de financement des entreprises. Plusieurs lois ont été ainsi promulguées par le législateur (l sur l'orientation de l'épargne vers les entreprises dite loi Monory du 13 juillet 1978, loi du 13 juillet 19 sur les fonds communs de placement, loi du 3 janvier 1983 sur la création des obligations à bons souscriptions d'actions, des certificats d'investissement et des titres participatifs, loi bancaire du 24 janvi 1984, loi du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique (modifiée par la loi du décembre 1991), loi du 14 décembre 1985 sur la création des billets de trésorerie, des bons de trés négociables, des bons des institutions financières spécialisées (BISF) et des bons des sociétés financièr (BSF), loi du 13 juillet 1987 relative à l'orientation de l'épargne, la loi du 17 juin 1987 relative au rach de l'entreprise par ses salariés, loi du 22 janvier 1988 relative aux bourses de valeurs et à la création d sociétés de bourse, loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeu mobilières et portant création des fonds communs de créances, loi du 2 août 1989 sur la sécurité et transparence du marché financier, etc.). Des mesures portant sur les structures du marché financier ont é mises en place par les autorités : la suppression de l'encadrement du crédit, la suppression du contrôle d changes, l'ouverture du second marché le 1er février 1983, l'ouverture du marché à terme des instrumen financiers (MATIF), l'ouverture du marché des options négociables de Paris (MONEP), la mise e fonctionnement de la cotation assistée par ordinateur à la Bourse de Paris, l'aboutissement du Projet d Règlement et Livraison à la Bourse de Paris (RELIT), les privatisations d'entreprises, le développemer du Marché Unique, la transposition en France de la directive sur les services d'investissement, etc. C souffle d'innovation financière a donné lieu à l'apparition de nouveaux produits financiers, de nouveau marchés, au perfectionnement de certains instruments financiers et à une meilleure utilisation d'ancien marchés.

En premier lieu, le financement par fonds propres peut dorénavant se faire par le biais des actions à bon de souscription d'actions, des certificats d'investissements ou des actions à dividende prioritaire sans droi de vote au lieu de subir une double contrainte en cas d'appel direct aux fonds propres[16].

En second lieu, l'émergence de titres hybrides et la complexification des produits financiers, tels que le titres subordonnés, les titres participatifs, les obligations convertibles et les obligations à warrants, on amenuisé la frontière entre les fonds propres et les dettes[17].

En troisième lieu, certaines firmes peuvent se financer directement sur le marché monétaire par l truchement de l'émission de billets de trésorerie ou continuer à recourir à un financement bancaire plu flexible comme les certificats de dépôt.

[16] Ces produits permettent aux entreprises de contourner la double contrainte inhérente aux actions et d satisfaire des besoins spécifiques d'opérateurs soucieux de sauvegarder leur pouvoir de contrôle o d'assurer leur désir de tirer des revenus.

[17] Voir : Ginlinger (1991).

En quatrième lieu, de nouveaux instruments de couverture, d'arbitrage et de placement tels que les contrats à terme, les options, les swaps et les produits de gestion collective ont vu le jour. Ils constituent pour la plupart des éléments de gestion des différents risques financiers consécutifs à l'instabilité des taux d'intérêt, à la fluctuation des prix ou à la volatilité des taux de change.
La distinction traditionnelle entre banques commerciales et banques d'affaires ou d'investissement, qui existe dans la plupart des pays, a tendance à s'estomper en raison de l'intrusion des banques commerciales sur le marché des titres. Le désir des pouvoirs publics de créer un marché unique des capitaux s'est manifesté par un mouvement de décloisonnement consistant à fusionner tous les différents compartiments du système financier en terme de marchés et de produits et, à doper les volumes de transaction par un accroissement des catégories d'opérateurs et de l'éventail des produits. La désintermédiation a par ailleurs modifié les relations entre les banques et les entreprises puisque ces dernières peuvent théoriquement accéder directement au le marché monétaire. La suppression du coût de l'intermédiation donne dans ce cas, une préférence aux moyens de financement direct et contribue à la rationalisation du système bancaire. De même, le comportement de l'entreprise face aux banques révèle une liaison de moins en moins contraignante. Il ne se caractérise plus exclusivement par des pratiques de la banque de relation où l'entreprise entretient des relations très fortes avec une banque "leader" mais de plus en plus par des pratiques de la banque "à l'acte" où elle peut faire jouer la concurrence entre tous ses partenaires financiers.
Forte d'une économie mondiale plus encline à l'intégration économique et financière, le déploiement du système financier international a débouché sur la mondialisation du capital (Chesnais 1994). Ceci a donné l'impulsion à l'essor d'un marché mondial unique des capitaux qui se résume en un mot : globalisation financière (Aglietta, Brender et Coudert 1990). La théorie économique postule une plus grande efficience informationnelle pour un tel système car celui-ci permet une allocation optimale entre secteurs et entre pays à des conditions de coût minimales. A l'échelle du monde, le décloisonnement signifie l'abolition des frontières entre des marchés nationaux. La déréglementation, quant à elle, fait tomber les barrières hostiles à la circulation géographique des capitaux afin de mettre sur un même pied d'égalité face à la concurrence internationale les places financières étrangères. Ces places sont plus ou moins interconnectées entre elles notamment en raison d'une diffusion des informations en temps réel et à une résurgence de comportements mimétiques. La désintermédiation amène enfin une partie des entreprises à délaisser le financement de type bancaire pour privilégier d'autres types de financement international. Tout ce mouvement a encouragé des opérations de crédit sans limites, des activités de spéculation considérables et en définitive des prises de risque illimitées. Des "bulles spéculatives" ont suivi, pouvant pousser les gains financiers à des niveaux très élevés sans toutefois se traduire par un accroissement des richesses réelles générées par l'activité économique. Au lieu de stimuler une économie mondiale par une meilleure allocation des ressources, cette mutation financière a, au contraire, rendu vulnérable le système par l'apparition d'une instabilité permanente des taux d'intérêt et des taux de change (Kindleberger 1994). Il est ainsi devenu usuel de parler de risque systémique. Pour faire face à tous ces risques, les autorités monétaires se sont organisées notamment pour réduire le risque de défaillance des banques. Les établissements de crédit exerçant une activité internationale sont désormais tenus de respecter les règles prudentielles du ratio Cooke dont la finalité est d'imposer à celles-ci de détenir un minimum de fonds propres par rapport à leurs engagements bilan et hors-bilan. En Europe des règles harmonisées concernent toutes les catégories d'établissement (ratio de solvabilité, règles de division des risques,...).
En définitive, toutes ces transformations du système financier jouent dans un sens comme dans l'autre sur le comportement des entreprises ; la valeur actuelle et le coût d'opportunité des placements dans les entreprises industrielles sont des éléments auxquels les investisseurs financiers deviennent très sensibles (Gönenç 1988).

1.1.2. Firme financière versus firme industrielle

La détention d'actifs financiers importants par les firmes pose la question de la finalité des entreprises et paradoxalement le rôle des firmes financières[18]. La firme industrielle ne se considère pas comme une institution financière mais elle possède une fonction financière qui gère l'interface entre son activité réelle et ses marchés d'actifs financiers (Thiry 1991). La nécessité du système bancaire et financier est aujourd'hui mise à mal par la "financiarisation" des entreprises et par la multiplicité des instruments et des marchés financiers. Ceci est d'autant plus vrai qu'il est désormais possible aux entreprises non financières de se financer entre elles. La possibilité d'accéder directement aux marchés financiers à des coûts relativement intéressants (hors coût d'intermédiation) est surtout le fait des grandes entreprises[19]. Ces dernières pourront faire prendre en charge le risque de contrepartie inhérent à la désintermédiation par le marché (externalisation du risque). Notamment en raison de l'apparition de pratiques inhabituelles[20]. Etant donnée la conjoncture actuelle, la ressemblance dans certains cas entre la structure bilantielle des firmes financières et celle des entreprises a pu faire penser le contraire. Ceci va dans le sens d'une ancienne proposition d'Alain Cotta (1967) : *Ainsi toute firme de production a pour secret destin de devenir à long terme firme bancaire, sinon en totalité du moins en partie*[21].

Malgré le développement d'une nouvelle intermédiation, les entreprises ne sont pas devenues de véritables intermédiaires financiers (Castel et Ullmo 1991). Mais, pour

[18]Exclusion faite des sociétés d'assurances.

[19]La satisfaction des besoins de trésorerie permet en principe aux entreprises de s'adresser directement au public pour les besoins de court et moyen terme. L'accès direct au marché suppose un coût qui est dissuasif pour une petite ou moyenne entreprise. A titre d'illustration, l'utilisation des billets de trésorerie suppose que l'entreprise ait satisfait à l'ensemble des obligations qui sont attachées, en droit ou en fait, à leur émission sur le marché c'est-à-dire, la notation, le coût d'accès à l'information, la surface financière, les compétences en finances, etc.

[20]Le risque de signature est mutualisé dans le cas d'une intermédiation traditionnelle (internalisation du risque).

[21] En effet, le processus de transformation réciproque entre les actifs financiers et les actifs physiques qui conduit à la croissance de la firme peut déboucher à terme à la création d'une firme financière. Il faut sans doute relativiser ce point de vue au contexte de l'époque.

mieux comprendre la dissemblance existante entre les deux types d'organisation, il faut revenir aux modalités de la loi bancaire[22] qui a défini l'activité d'un établissement de crédit par la réalisation à titre professionnel d'opération de collecte de dépôts, de distribution de prêts, d'émission ou de gestion de moyens de paiement. Or les entreprises non financières considérées ne gèrent pas de moyens de paiement. Les activités de marché strictement financières prennent une place de plus en plus importante par rapport aux activités classiques du type intermédiation bancaire. En somme ces entreprises non financières accèdent à une information publique et à des produits standardisés alors que les firmes bancaires et financières traditionnelles s'accrochent par ailleurs à une information privée issue des relations de financement. Seules, les firmes financières disposent de possibilités de collecte de ressources très large et peuvent jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Outre le pouvoir de création de monnaie reconnu, les firmes financières supportent le risque de transformation qui consiste pour elles à prêter à long terme et à emprunter à court terme. L'efficacité de la gestion de leurs portefeuilles s'effectue par une diminution du risque, par l'expérience, par la compétence de leurs équipes et par la maîtrise des coûts de structure. Même si les institutions financières sont plus expertes que les autres agents économiques dans la gestion de leur bilan, on peut cependant observer que le secteur productif a fait de plus en plus de transformation, ceci n'est pas dans sa vocation (Source : Rapport annuel du CNC, 1994).

Même si la logique industrielle a parfois prévalu, les firmes financières ont compris qu'il ne suffit plus d'octroyer du crédit aux entreprises pour toucher une rémunération[23]. Le rôle des firmes financières est plus que jamais vital pour le système financier dans la mesure où leurs connaissances des risques industriels des entreprises sont importantes.

[22]Tout en intégrant la deuxième directive européenne de coordination bancaire, cette loi pose le principe de l'universalité des activités des établissements de crédit. Elle donne par ailleurs une plus grande marge de manœuvre aux autorités de réglementation et de contrôle de la profession.

[23]La transformation de leurs structures et l'accroissement de l'intensité concurrentielle les ont conduites à se comporter comme de véritables industries d'autant plus qu'elles ont diversifié leurs produits et démultiplié leurs volumes d'activités de services.

Il semble qu'elles s'intéressent davantage à la gestion de ces entreprises afin de mieux appréhender les risques financiers que celles-ci colportent. En France, des cas de prises de participation de banques dans des entreprises industrielles et vice-versa, ont été fréquents durant ces dernières années[24]. En conséquence, de nombreux conglomérats financiers se sont constitués un peu partout en France, en Europe et dans le monde notamment sous l'autorité de holdings (Paguet 1994).

Au modèle banque-industrie a succédé ensuite la vague du "gouvernement des entreprises"[25]. *Les investisseurs changent, les financiers prennent le pouvoir et les actionnaires minoritaires du poids* (Le Bourdonnec 1994, p. 58). Le développement des fonds mutuels aux Etats-Unis et par la suite en Europe a conduit les conseils d'administration des entreprises à se soucier un peu plus des intérêts de leurs actionnaires qui se résument à la maximisation de leur richesse[26]. La création de différents comités (comité d'audit, comités des nominations, comité des rémunérations) aura pour objet d'empêcher les dirigeants de prendre des risques considérables en matière d'orientation de leurs stratégies et notamment de leurs excédents de trésorerie. Ce modèle qui est d'ores et déjà pour les sociétés françaises cotées, un apport important sur le plan de la réflexion, n'a pas encore conduit le législateur à modifier la loi de 1966 pour favoriser l'application du modèle du gouvernement des entreprises[27]. Par ailleurs, il

[24]C'est le cas de Thomson C.S.F. qui a un moment donné détenait 14% du Crédit Lyonnais qui lui-même détenait 9% de Rhone-Poulenc.

[25]Voir le numéro spécial de la Revue d'Economie Financière n°31 de l'Hiver 1994 consacré au problème.

[26]Alors que la plupart des autres pays ont connu une institutionalisation de la détention de leurs actifs financiers, les institutionnels français sont restés en relatif retrait en matière d'actions (Conseil National du Crédit 1994). Mais plus généralement, ces fonds d'investissement en provenance pour la plupart des pays anglo-saxons ont un poids de plus en plus important dans la capitalisation boursière de la Bourse de Paris. Ils n'hésitent pas à investir dans des petites et moyennes entreprises.

[27]Le groupe de travail du CNPF-AFEP animé par M. Viénot a conclu dans son rapport du second trimestre de 1995 que la réflexion sur le modèle de gouvernement type à adopter par chaque entreprise, est du ressort de chaque conseil d'administration qui doit s'interroger régulièrement sur sa composition, son organisation et ses modes de fonctionnement avant d'en informer les actionnaires. D'ores et déjà, plusieurs sociétés ont décidé d'expérimenter le modèle. Il s'agit notamment des sociétés Total, Générale des eaux, Lyonnaise des Eaux, Sodexho et Elf.

n'est pas rare de voir des dirigeants fondateurs sont renvoyés des entreprises qu'ils ont créées ou être contestés sur des problèmes de gestion[28].

A partir du moment où les activités traditionnelles bancaires ont décru au détriment de celles des entreprises qui sont autorisées à effectuer quelques activités de type bancaire, il est normal que les firmes financières redéploient leur action sur d'autres besoins afin de maintenir leur marge[29]. Ces firmes non financières à activité financière importante sont désormais plus indépendantes à l'égard des banques mais cela n'est pas sans poser des problèmes de dysfonctionnement fondés principalement sur l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change. Elles n'ont pas échappé aux effets néfastes d'une "marchéisation" de leur bilan puisqu'elles sont désormais plus sensibles aux perturbations. En fin de compte, la contrainte financière pèse plus lourdement sur leur survie.

1.2. Importance de la fonction de trésorerie

Le développement très rapide des actifs financiers a conduit le métier de financier à une remise en cause. De fait, son rôle et ses responsabilités se trouvent au centre de nombreuses controverses qui secouent la profession financière depuis plusieurs années[30]. Parmi les différentes fonctions de la firme qui lui sont dévolues, la fonction de trésorerie est une de celles dont la légitimité ne fait pas défaut. En effet, le poids de plus

[28]Exemples : G. Pelisson et P. Dubrule en désaccord avec un de leur actionnaire la compagnie Financière de Suez ; G. Worms destitué par les grands actionnaires de sa Compagnie Suez.
[29]Pénalisés au niveau de leurs activités issues de la relation traditionnelle de financement, il apparaît dans ces établissements, de nombreux départements d'ingénierie financière ayant pour but de proposer des services adéquats en matière de conseil. Leur objectif est de conforter les entreprises dans leur prise de décision sur des projets qui peuvent parfois remettre en cause leurs survies. Ces services concernent la gestion des risques de taux et des risques de change, les montages financiers et la mise en œuvre de stratégies financières.
[30]Voir : Levasseur et Quintart (1993).

en plus important d'entreprises qui gèrent une trésorerie nette positive pousse celles-ci à perfectionner leur méthode de placement des excédents de trésorerie. Par ailleurs, elles ont été davantage incitées à utiliser des techniques de gestion des risques financiers pour se prémunir contre les risques d'exposition de leurs actifs. L'instabilité des taux d'intérêt, des prix des matières premières et des taux de change consécutive à la mutation financière a ainsi posé le problème du maintien de la marge bénéficiaire issue des activités industrielles propres des entreprises[31]. Les firmes préoccupées par la gestion de leurs surplus et de leurs risques financiers ont parfois été conduites à exposer la totalité de leurs actifs à un niveau de risque qui pouvait les conduire à la faillite. *Le rôle du financier d'entreprise consiste, fondamentalement, à répartir la substance de l'entreprise, c'est-à-dire son espérance de rentabilité et son risque entre les différents investisseurs financiers pour satisfaire les besoins de financement. En assurant le financement de l'entreprise, il transforme une matière préétablie ; il ne crée pas de richesse* (Vernimmen 1994, p.11).

Globalement la fonction de trésorerie ne joue pas toujours qu'un simple rôle de régulation puisqu'elle est passée au cours du temps d'une gestion tactique à une gestion plus stratégique (Levasseur 1979). L'existence de la fonction de trésorerie évolutive se justifie par l'économie des coûts de transaction. Sa mise en œuvre par le trésorier doit être dans ce cas conforme à des pratiques qui tentent de s'institutionnaliser aujourd'hui. En tout état de cause, son principal objet à moyen et long terme n'est pas de créer de la richesse financière mais d'apporter une contribution indirecte à la valeur globale de l'entreprise.

[31] Ce dysfonctionnement touche plus douloureusement les grandes entreprises que les PME-PMI.

1.2.1. Justification et évolution de la fonction de trésorerie

Les deux modes d'allocation des ressources que sont l'entreprise et le marché, mettent en jeu deux modes d'organisation différents[32]. La fonction de trésorerie constitue une activité "d'allocation des ressources" à l'intérieur de la firme qui joue un rôle similaire à celui du "mécanisme des prix"[33]. Les différents arbitrages qu'elle est amenée à opérer sont le choix d'un niveau de liquidités, la détermination des proportions de trésorerie par rapport à l'actif, le choix d'une politique de placement, la fixation de la politique de gestion des risques financiers. Elle fonctionne alors comme un régulateur du mode de gouvernance adopté par la firme dans ses échanges aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur.

Pourtant, la théorie des coûts de transaction (Williamson 1985), considère les liquidités comme l'actif non spécifique le plus parfait dont l'efficience contractuelle réside dans l'appel à un marché. En effet, les liquidités[34] peuvent être réaffectées à d'autres utilisations en dehors de l'entreprise sans que leur valeur productive et vénale ne soit véritablement atteinte. Il apparaît que la justification du statut organisationnel de la fonction de trésorerie n'est pas forcément liée à la nature des actifs gérés. La décision de l'entreprise d'internaliser le service de la trésorerie s'explique entre autres par l'existence d'asymétrie d'information et par l'incertitude quant à la mise en œuvre des contrats effectués par les trésoriers. Les offreurs qui sont généralement des banques peuvent par opportunisme se faire rémunérer à des prix qui dépassent très largement la valeur des services fournis. Cet opportunisme est de nature à accroître les risques de l'entreprise dans un environnement financier très mouvementé. En entretenant une activité de

[32]Cette approche a conduit Williamson (1985) à définir les trois attributs idiosyncrasiques des transactions :
- la spécificité des actifs,
- l'incertitude de l'environnement et des relations,
- la fréquence des échanges et des transactions.

[33]L'allocation des ressources est soumise à une autorité.

[34]Les autres actifs redéployables classiques sont les terrains, les bâtiments, les matériels standardisés, les camions, les véhicules utilitaires, les matières premières banalisées et la trésorerie.

trésorerie dynamique, l'entreprise entend généralement minimiser le coût de son financement en neutralisant au mieux les risques financiers[35]. La mise en œuvre d'actifs spécifiques dans un environnement incertain peut conduire à la constitution de garanties sous forme de trésorerie de manière à diminuer le risque. La fonction de trésorerie suit dans ce cas de figure une logique d'engagement crédible décrite par Porter (1980). Elle comprend dans de nombreux cas, des actifs spécifiques tels que des techniciens spécialisés et expérimentés (formés au maniement des techniques financières,...), des machines très sophistiquées (logiciel de simulation, fonds documentaires, station de travail, ...), un dispositif télématique de communication (branchements spécifiques, information financière spécialisée,...) et un réseau de communication (relations publiques, apprentissage des marchés, contacts avec les banques,...). Des montants de plus en plus élevés devraient être consacrés à la formation des hommes de trésorerie du fait du rythme rapide des innovations (Rolland 1987). Dès lors, une fonction de trésorerie capable d'économiser des coûts doit être structurée en centres de responsabilité interconnectés[36]. Qu'elle soit sous la tutelle du chef comptable ou de la direction financière, la fonction de trésorerie a vu progressivement une extension de ses tâches. En examinant le métier du trésorier au cours de ces trente dernières années[37], De La Bruslerie (1983)[38] a mis en évidence trois périodes clés caractérisant l'évolution de la fonction de trésorerie au sein des entreprises :

- les années soixante et le trésorier-comptable ;
- les années soixante-dix et la trésorerie-zéro ;
- les années quatre-vingts et la gestion des risques.

La gestion de la firme dans les années soixante ne rendait pas obligatoire l'existence d'une entité spécifiquement dédiée à la gestion de trésorerie. Dès lors, la surveillance

[35] A l'inverse, la gestion d'excédents de liquidités permet de minimiser le coût du financement net.
[36] Centre de coût ou de centre de profit.
[37] La gestion de trésorerie est née durant les périodes de dépression qui ont conduit à de nombreuses faillites d'entreprises.
[38] Voir aussi : Courtois (1993), Sleziak (1985) et Roumilhac (1987).

des relations bancaires aussi bien que le suivi des positions au jour le jour en date de valeur sont confiés à un comptable. Le principe de la trésorerie "zéro" appliqué ensuite par de nombreuses entreprises dès le début des années soixante-dix marque le début de la deuxième période. La fonction de trésorerie commence à être reconnue comme une entité quasi autonome de la fonction financière. Pour assumer pleinement son objectif, elle a dû réaliser un système d'information spécifique quantifié en jour de valeur. En réalité la fonction trésorerie d'entreprise stricto sensu est apparue dans les années 80 du fait d'une triple révolution : technique, financière et culturelle (Poloniato et Voyenne 1995, p.5). Face à un environnement économique et financier de plus en plus contraignant, la troisième période se caractérise notamment par les problèmes de gestion du risque de taux d'intérêt et de change[39]. Les responsabilités du trésorier ont dû s'élargir puisqu'il ne s'occupe plus que de financement à court terme. Il gère l'ensemble des risques financiers, traite les financements à moyen terme comme les billets de trésorerie et comptabilise les opérations qu'il effectue. Ceci a conduit au fur et à mesure à l'abandon définitif des tâches relevant strictement de la fonction comptable et à la création de nouveaux besoins spécifiques en matière de formation et de recrutement.

Toutes les entreprises non financières ne sont pas encore parvenues à ce dernier stade d'analyse qui demande tout d'abord l'acceptation d'un certain mode de pensée, c'est-à-dire d'une certaine culture d'entreprise à laquelle elles sont peu habituées. Toute situation de trésorerie est ensuite un cas d'espèce. Le contenu précis de la fonction de trésorerie dépend :

- de l'environnement interne et externe (situation du système financier, de la courbe de la structure des taux, de la rentabilité économique, ...) ;
- du statut du trésorier (force de caractère, formation, pouvoir par rapport aux autres parties prenantes, ...),

[39]La fonction de trésorerie est devenue indépendante tout en contribuant dorénavant aux objectifs à moyen et long terme.

- des contraintes fonctionnelles (niveau de technicité et de développement des services financiers, aptitude à constituer une masse de liquidités, facilité à mobiliser des lignes de crédits...)
- des objectifs de gestion (minimisation des frais financiers, minimisation du risque d'illiquidité et maximisation des produits financiers) ;
- de la structure (centralisée ou décentralisée) ;
- de la taille (petite ou grande) ;
- du secteur d'activité (grande distribution, industries automobiles,...).

Dans tous les cas, la complexité des techniques et des instruments financiers nécessite un niveau d'expérience élevé qui ne peut se faire que par l'accumulation d'effets d'apprentissage et de constitution progressive d'un réseau de relation sur les marchés financiers locaux voire internationaux ; ceci permet à la firme de capitaliser un savoir-faire utile en période d'incertitude sur l'agencement des flux monétaires[40]. La mise en place d'un dispositif de formation des cadres[41], de collecte des informations et de gestion de la dette et des échéances contribue à l'efficience du système.

La tendance rénovatrice de la fonction de trésorerie est particulièrement observable dans les groupes[42] qui se donnent des moyens de plus en plus importants en se dotant de

[40] Outre le degré de technicité de ses cadres, l'expérience d'une entreprise définit ses anticipations de sorties de fonds et le choix entre la détention de volumes de trésorerie importants et la négociation de lignes de crédits confirmées avec ses partenaires financiers.

[41] Il a même été reproché aux entreprises de recruter et de former des employés beaucoup trop spécialisés qui ne répondaient qu'à un contexte d'euphorie boursière de la première moitié des années 80. Le problème ne se pose plus aujourd'hui de la même manière car ce qui intéresse les entreprises, ce n'est pas d'abord de réaliser des profits financiers mais d'assurer la pérennité de leurs activités en neutralisant les risques financiers.

[42] La loi du 3 janvier 1985 relative aux bilans consolidés définit juridiquement le groupe comme étant un ensemble d'entreprises contrôlées de manière exclusive ou conjointe par une société ou sur lesquelles la société exerce une influence notable. Les transferts de fonds peuvent être opérés par le biais des relations commerciales (délais de règlement clients ou fournisseurs dans le cadre du groupe) entre les diverses firmes du groupe. La quasi-impossibilité de recueillir des données nécessaires au retraitement ,du fait du caractère stratégique des transferts, limite le champ d'investigation. La loi bancaire du 24 janvier 1984 permet à une firme, sans être un établissement de crédit, de procéder à des opérations de trésorerie avec des sociétés ayant avec elle directement ou indirectement des liens de capital conférant à l'une d'entre elle un pouvoir de contrôle effectif sur les autres.
Cf. aussi : - PCG 82 (CNC 1986).

structures flexibles. A taille équivalente un groupe bénéficie globalement d'une capacité d'endettement généralement supérieure à celle d'une société unique. Chaque société du groupe peut en effet emprunter dans des limites de sécurité fixées par ses capitaux propres alors même que ces derniers correspondent en fait à des titres de participation à l'étage supérieur de l'organigramme ; ceci accroît le cas échéant le levier financier. De fait, cette fonction apparaît de plus en plus importante dans les grands groupes industriels[43] comme une entité autonome largement "bancarisée" ; cette autonomie se traduisant juridiquement par la mise en place d'un holding, d'une compagnie financière voire d'une filiale autonome possédant sa propre salle des marchés et chargée de gérer toute la trésorerie francs et devises, la position de change du groupe ainsi que l'endettement. C'est la consécration du principe d'unité de caisse qui plaide pour une gestion efficace des liquidités par une centralisation unique des flux de trésorerie afin de réduire, le cas échéant les coûts financiers inutiles. Une filiale de groupe qui dispose d'un excédent monétaire mettra par exemple celui-ci à la disposition d'une autre affaire du groupe qui en aura besoin ; ce prêt peut être éphémère ou durable. La gestion centralisée de la trésorerie[44] permet ainsi de maximiser l'intérêt du groupe, la société mère (ou le holding) étant en meilleure position pour négocier les conditions bancaires.

- Décret d'application du 17 février 1986 relatif aux comptes consolidés ; la loi du 3 janvier 1985 complète la loi du 24 juillet 1966 (obligation d'image fidèle au niveau des groupes dépassant certaines tailles fixées par décret (chiffre d'affaires, bilan, effectif).
- 4e directive du 25 juillet 1978 concernant les comptes annuels de certaines sociétés.
- 7e directive du 13 juin 1983 sur les comptes consolidés.
- Norme IAS 27 de l'IASC relative aux états financiers consolidés et la comptabilisation des participations dans les sociétés contrôlées.

[43]Pour les groupes ayant atteint une certaine taille, et lorsque les mouvements de fonds prennent un caractère plus structurel, ceux-ci incorporent au groupe un établissement financier en leur sein.

[44]C'est au niveau du groupe que sont prises les décisions en matière de politique de croissance, de financement et d'investissement. Il n'est pas non plus rare que ce soit la société mère qui supporte l'ensemble des dépenses de recherche et développement du groupe quand ce ne sont pas également les investissements productifs les plus lourds. Tout ceci pèse sur sa rentabilité alors que celle des filiales s'en trouve améliorée. La réorganisation et la concentration des entreprises en groupes se sont effectuées sur la base de critères financiers c'est-à-dire de la rentabilité des portefeuilles de participation et de placement. Ces groupements ont vu l'intérêt de s'attacher les services de banques internes qui sont désormais autorisées par la législation en vigueur. Enfin la centralisation de la trésorerie répond à un minimum de formalisme : l'obtention d'une délibération spécifique du conseil d'administration des sociétés du groupe, la rédaction d'une convention de trésorerie et le choix d'une société pivot.

Les relations financières liées au groupe qui vont perturber le diagnostic de l'entreprise peuvent être cernées par une bonne appréciation de l'endettement global de l'entreprise quelle qu'en soit l'échéance. Le travail consiste à faire ressortir la part revenant du groupe (ou allant au groupe) :

- à analyser la trésorerie du groupe,
- à mettre en évidence les potentialités (existence de lignes de crédits confirmées non utilisées figurant en hors-bilan dans le cadre des tirages MOF par exemple).

1.2.2. Mise en œuvre de la gestion de trésorerie

Pour Lisambert (1978), *l'objectif de la gestion de trésorerie est de minimiser les frais financiers, ou, de façon plus précise, de ne payer aux organismes prêteurs que les intérêts dus*. Toute la délicatesse de l'opération consiste à tirer partie des écarts entre les différents taux ou de l'utilisation de techniques de calcul astucieuses. *Le trésorier d'une entreprise est tout particulièrement en charge de la négociation et de la mise en place des financements et des placements à court terme. Son objectif est bien évidemment de chercher à minimiser le coût des financements et à maximiser la rentabilité des placements financiers* (Levasseur et Quintart 1992, p. 817). L'activité traditionnelle du trésorier ne s'est pas dissipée ; elle a été renforcée par la prégnance d'un système bancaire et financier qui s'est renouvelé. En fait, c'est dans le sillage du gestionnaire financier stricto sensu qu'il a bâti au fur et à mesure les fondations de son autonomie actuelle[45]. Si les principales tâches du trésorier au travers des âges sont la minimisation du coût des capitaux d'emprunt et l'optimisation des fonds placés, les principales responsabilités classiques qui en découlent sont :

- la tenue de la position de trésorerie ;

[45]C'est-à-dire l'exercice d'un pouvoir légitime reconnu dans l'entreprise.

- l'utilisation des crédits à court terme ;
- la négociation avec les banques ;
- le contrôle de la gestion de trésorerie ;
- les relations avec les banques.

La gestion de trésorerie en "dates de valeur" a une moins grande importance aujourd'hui que dans le passé, du fait de la modernisation des outils et de l'adaptation des banques[46].

Le budget de trésorerie et ses mises à jour successives donnent au responsable de la trésorerie l'enveloppe des besoins à satisfaire. Il permet d'anticiper les couvertures en négociant par avance les crédits à court terme. Il convient au préalable de maîtriser au travers d'un système d'information prévisionnel plus ou moins performant tous les postes qui vont avoir une incidence sur le niveau de trésorerie au cours de la période.

Le trésorier est partie prenante dans l'élaboration du système d'information stratégique de sa firme. Il a besoin d'avoir des informations de toutes sortes sur celle-ci. Les éléments qu'il doit considérer sont : l'environnement financier, les compétences technologiques, les relations avec la clientèle, le rapport de force avec les fournisseurs, l'intensité de la concurrence.

Il s'agit de mettre en place une gestion de trésorerie optimale à court et moyen terme c'est-à-dire de rechercher non seulement les opportunités de placement les plus rémunératrices mais aussi les financements les moins coûteux. L'arbitrage entre les bénéfices et les coûts de la liquidité constitue un élément essentiel de la gestion de trésorerie lorsque les encaissements et les décaissements s'effectuent de la manière la plus efficace. De ce fait, les firmes ont mis en place une nouvelle architecture des instruments (équipements informatiques, progiciels de gestion de trésorerie et téléphonie) et des programmes de formation des trésoriers. Bien que très spécialisé sur des créneaux tels que l'ingénierie financière couplée souvent à la fiscalité, le trésorier doit avoir de plus en plus une vision globale de l'entreprise qui lui impose d'avoir des

[46] La pratique des banques en "dates de valeur" a donné lieu à un arrêt datant du 6 avril 1993 dans lequel la cour de cassation condamne les remises d'espèces et les opérations de retrait.

connaissances en comptabilité, en marketing, en stratégie, etc. Le trésorier est en effet le point de ralliement de tous les enjeux stratégiques aussi bien des parties prenantes que des activités internes. C'est lui qui permet d'assurer le respect des règles transactionnelles (entre les employés et les employeurs, entre les supérieurs et les subordonnés,...), l'acceptation d'un objectif commun et la collaboration de toutes les parties prenantes. Dans cette perspective, l'existence du "slack" organisationnel est un facteur supplémentaire de stabilisation du système[47]. La situation actuelle a conduit le responsable de la trésorerie à être un des interlocuteurs privilégiés du chef d'entreprise.

Le trésorier est un gestionnaire et un preneur de décision évoluant dans un environnement incertain et devant faire face à des événements comportant des risques dont les causes sont d'origines externes et internes à l'entreprise (Jupeau 1975, p.133). Il a pris en charge la gestion des risques financiers dont les effets, parfois douloureux sur la gestion globale de l'entreprise, peuvent toucher toutes les autres fonctions quelle qu'en soit l'échéance. En effet, une prise de décision sur un financement hybride à court terme peut avoir des incidences sur les contraintes financières de l'entreprise et sur le niveau de ses résultats. Ceci place irrémédiablement le trésorier dans un cadre où il doit raisonner aussi bien à court terme qu'à moyen et long terme. Sa participation directe aux objectifs généraux de l'entreprise légitime sa présence dans les principaux comités de gestion de la firme.

Le trésorier n'a pas vocation à dégager des profits en valorisant un centre de responsabilité (Itbergen 1987). Une récente enquête du cabinet Price Waterhouse[48] a établi que 67% des trésoriers des groupes interrogés qualifient leur trésorerie de "centre de service" ; 7% seulement d'entre eux affirment adopter une vision de "centre de profit". Nombreuses sont en effet les entreprises qui se soucient aujourd'hui de la gestion du niveau de leur trésorerie, non pas pour minimiser le volume de l'encaisse,

[47]C'est un excédent actuel ou potentiel de ressource qui permet à une organisation de s'adapter successivement aux pressions internes pour les ajuster aux mouvements des pressions externes.
[48]Price Waterhouse (1995).

mais pour faire de la fonction de trésorerie un véritable centre d'exploitation[49] qui cherche à réduire les frais financiers et à neutraliser les risques de taux d'intérêt et de change. De nombreuses entreprises se sont lancées dans des politiques de placement étendues. Certaines d'entre elles ont pu tirer des profits importants de ce type d'activité et ce, même dans des situations de taux d'intérêt défavorables (Itbergen 1987). L'avantage comparatif réside dans la personnalité et les compétences spécifiques des trésoriers ou dans la gestion des écarts de taux.

La gestion des risques financiers de plus en plus utilisée par les firmes relève d'options stratégiques d'autant plus que les réalisations des risques couverts ne sont que probables[50]. En effet, les firmes doivent tenir compte de l'ensemble de ces risques pour ne pas qu'une partie de leur marge industrielle ne soit amputée. Pour ce faire, elles ont recours à des instruments financiers de plus en plus complexes. A cet égard, l'utilisation massive de produits dérivés durant ces dernières années par certaines firmes, a parfois abouti à des pertes très lourdes. C'est le cas de Procter et Gamble qui a perdu 102 millions de dollars sur les marchés de swaps, de Metallgesellschaft qui a perdu 1,4 milliards de dollars sur les marchés à terme de pétrole, de Koshima Oil qui a perdu 1,5 milliards de dollars sur le marché des changes et de Pechiney qui a perdu 450 millions de francs sur les marchés à terme de l'aluminium. Ces événements ont défrayé la chronique à tel point que les mises en garde lancées par les autorités de la place se sont multipliées (Banque des Règlements Internationaux 1994). Il faut donc faire la part des

[49]Centre d'exploitation signifie ici compenser autant que possible des charges par des produits. Le terme de centre de profit a fait l'objet de débats très controversés. Pour J. Pillet ancien président de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprises, le trésorier n'a pas pour vocation de faire du résultat, mais on ne saurait lui reprocher de saisir les opportunités qui se présentent. Il souligne enfin que tout le problème est de savoir si l'on doit se contenter de les attendre ou, au contraire, de chercher à les créer.
Voir : Mio (1989) et Nau et Delhommais (1994).

[50]On distingue trois principaux types de risques :
- le risque de taux ;
- le risque de change ;
- le risque de signature.

Les banques sont depuis longtemps sensibilisées à ce phénomène. Elles collectent l'épargne et prêtent des capitaux. Elles sont en effet exposées au risque de taux dès lors que leurs ressources et leurs emplois n'ont pas les mêmes caractéristiques.

choses entre le souci de se couvrir et celui de tirer partie de l'évolution des cours des instruments financiers. En tout état de cause, ces risques nécessitent de mettre en place une procédure d'information spécifique, un mécanisme de responsabilité des banques, des systèmes de surveillance extrêmement vigilants et dépendant directement de la direction générale (Schlumberger 1996).

Avec la sophistication du métier de trésorier, on va irréversiblement vers une envolée des moyens de financement de plus en plus complexes et un poids grandissant des actifs de trésorerie originels dans les bilans des entreprises. Cette tendance répond non pas à un motif d'ajustement mais à une concrétisation de préoccupations en matière de couverture et d'arbitrage, utiles à une meilleure appréhension des risques financiers. Dès lors, la trésorerie devient un élément de lissage de la masse globale nette des financements mis à la disposition d'une entreprise[51]. Autrement dit, l'entreprise utilise des instruments de trésorerie pour optimiser sa politique d'endettement. La richesse économique créée peut être décrite par trois effets que peuvent produire la gestion des risques :

- le maintien de cette richesse à raison d'une bonne maîtrise des risques financiers ;
- son accroissement par une politique habile de placements, même si elle s'avère parfois risquée ;
- son annulation, voire son aggravation, du fait d'une hausse non maîtrisée des risques financiers.

[51] Pendant longtemps, les techniques de la gestion de la trésorerie sont restées cantonnées dans les relations bancaires qui étaient susceptibles, et elles seules, de résoudre l'une ou l'autre catégorie de problèmes.

* *
*

L'efficacité de la gestion financière de l'entreprise, et par conséquent de sa trésorerie, dépend de l'environnement financier qui fixe de manière exogène des variables clés telles que le taux d'intérêt et les modalités contractuelles avec le secteur bancaire qui vont affecter le coût des financements et la rentabilité des placements. La place de la fonction de trésorerie au sein de l'entreprise moderne est plus que jamais difficile à cerner. Elle conduit cependant à s'interroger sur la prééminence de la fonction financière dans le cadre de la politique générale de la firme. Du reste, elle s'explique par son impact favorable sur les autres activités de l'entreprise[52], de sorte que son objectif en termes de gestion à moyen et long terme est de compenser son coût de fonctionnement avec les produits financiers et les économies de coûts résultant d'une gestion prudente. Gage d'une marche en avant, la transformation du système financier a poussé les entreprises à s'intéresser de plus en plus à des activités de gestion de trésorerie non pas pour en faire un centre de profit à part entière, mais pour saisir des opportunités temporaires et gérer des risques financiers plus élevés. Ceci explique pourquoi leur part rémunérée des liquidités et celle des placements (hors actions et participations) ont énormément progressé. Alors que leurs ressources financières ont augmenté, celles-ci ont été confrontées à une contrainte de débouchés de plus en plus forte. Les instruments de trésorerie ont ainsi permis de valoriser ces ressources sachant que les risques financiers croissants qu'ils colportent peuvent, si des précautions ne sont pas prises, conduire à la diminution des marges. En définitive, l'importance de la fonction de trésorerie des firmes industrielles se manifeste aujourd'hui par une forte implication de leur direction générale dans le suivi de la gestion des risques financiers.

[52] Il va sans dire que ce raisonnement n'est valable que si les résultats de l'activité de la fonction de trésorerie sont neutres à long terme.

Chapitre 2 : Analyse des travaux sur la trésorerie

La gestion de la trésorerie est un domaine incontournable des décisions économiques et financières des entreprises. Mais malheureusement, la théorie en matière de trésorerie est pratiquement inexistante ou traite des instruments de placement à court terme (McStancil 1964). Pourtant, les actifs financiers des entreprises, qui ont connu un essor important depuis le début des années 80, constituent une proportion considérable de leur actif total (John 1993). Ce mouvement général de hausse a provoqué une réallocation des portefeuilles financiers, en faveur notamment des titres de placement à court terme en liaison avec l'inversion de la courbe des taux intervenue après 1988. Une récente étude de Rajan et de Zingales (1995) sur la structure financière des entreprises cotées des sept pays les plus industrialisés en 1991, montre que le poids de la trésorerie par rapport à l'actif total oscille autour de 10% aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, en Italie, au Royaume-Uni et au Canada. Il atteint plus de 18% au Japon. Au delà de ce constat de "financiarisation" d'une partie croissante des firmes non-financières à l'échelon international, il y a aujourd'hui un vide théorique sur la façon dont les firmes gèrent leurs trésoreries[53].

Dans la préface de leur ouvrage, Fama et Miller soutiennent : *nous avons très largement laissé de côté des sujets aussi communs que la prévision des flux financiers, la gestion de la trésorerie,... et d'autres aspects de la gestion financière. Nous ne nions pas que ces problèmes sont souvent d'une grande importance pratique, mais à l'exception du choix des investissements, le travail théorique dans ce domaine a été jusqu'à présent*

[53]La trésorerie représente l'ensemble des actifs qui peuvent être transformés en monnaie au moindre coût. Les disponibilités et les valeurs mobilières de placement sont les seuls éléments que l'on peut véritablement mesurer dans toutes les entreprises, le reste relève d'options stratégiques qui sont à la discrétion de chaque firme. En règle générale, la trésorerie est un stock de monnaie. Il faut noter enfin que tout actif quel qu'il soit peut être évalué par son degré de liquidité.

trop limité et trop éloigné de cet ensemble que nous essayons de couvrir[54]. En d'une théorie explicite de la liquidité (Brealey et Myers 1991, p.923), ce thèm fait l'objet d'analyses théoriques précises qui permettent de construire un cl recherche homogène et cohérent. A l'exception de Bhattacharya et Gallinge Morris (1984), Bierman, Choppra et Thomas (1975), rares sont les études qui l'existence d'une influence de la trésorerie sur la valeur de la firme dans le l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Tant que la tréso détenue en quantité raisonnable, son étude ne revêt aucune importance. Mais à moment où elle est détenue en sus de son objectif nécessaire à l'activité c l'analyse de son influence sur les décisions économiques et financières prend sens. En effet, si la firme détient des actifs très liquides en quantité excédentaire du coût de la dette, c'est qu'il doit exister un rendement implicite.

L'examen de la littérature révèle que les économistes et les gestionnaires ont sép développé des "théories" partielles pouvant être utilisées à des fins de décisio qui concerne la trésorerie de la firme[55]. Les modèles de type économique se son intéressés à la notion abstraite de liquidité et des motifs de détention de trésore que les modèles financiers se sont consacrés tout particulièrement aux détermi la trésorerie, à la question de la valeur de la firme et à la contrainte de liquidité.

2.1. Trésorerie et décisions économiques

Le montant et la composition des actifs de trésorerie à détenir par une firm thème qui a été peu traité notamment si on exclut la trésorerie potentielle[56]. Au c de la composante placement de la trésorerie, l'encaisse ne génère pas directe

[54]Fama et Miller cité dans l'avant propos de l'ouvrage de Levasseur (1979).
[55]L'utilisation du terme "théories" n'est là que pour signaler l'existence de références théori trésorerie même si elles relèvent de développements fragmentaires.
[56]Il s'agit de la trésorerie hors-bilan.

cash-flow financier mais elle a l'avantage de donner une liquidité parfaite pour son détenteur. Les titres de placement sont, quant à eux, moins liquides, mais ont un rendement explicite représenté par le taux sans risque ou par la somme du taux sans risque et d'une prime de risque ; l'existence d'un coût de transformation en encaisse et d'un risque plus important étant l'élément justificatif de la différence de rendements entre les deux éléments.

A l'équilibre, le coût explicite de détention de l'encaisse doit être égal au taux sans risque et correspondre à la perte d'intérêts due à la préférence pour la liquidité ; cela ne veut pas dire que sa valeur actuelle est négative. Si la firme détient quand même des liquidités, cela signifie qu'il existe un rendement implicite. En tout état de cause, elle doit arbitrer en permanence entre la détention d'actifs liquides et d'actifs plus ou moins liquides.

Lorsque les taux d'intérêt sont faibles, le niveau d'encaisse de l'entreprise est plus élevé. En revanche, lorsque les taux d'intérêt sont hauts, elle investit volontiers dans des actifs financiers à risque plus important. Plus généralement, la notion de trésorerie pose le problème de la frontière entre l'encaisse et les titres de placement, c'est-à-dire de l'accroissement de la "substituabilité" de la monnaie avec l'ensemble des actifs financiers ; en conséquence sa propriété de liquidité est de plus en plus difficile à définir. Ceci remet de nouveau en cause, l'utilité des modèles traditionnels de gestion optimale de la trésorerie essentiellement fondés sur une approche parcellaire de la firme. Partant de constat, la théorie du portefeuille suggère que l'investisseur effectue la répartition de ses fonds entre les actifs financiers suivant le couple risque-rentabilité ; la trésorerie apparaît alors comme une mobilisation de ressource sur un actif à moindre rendement. Par ailleurs, le financement des investissements des entreprises souffre de l'asymétrie d'information. La contrainte de liquidité de plus en plus persistante explique cet engouement pour l'accroissement de la demande des actifs liquides.

2.1.1. Théorie de la préférence pour la liquidité

La théorie de la préférence pour la liquidité a pour objet de légitimer la détention d'avoirs liquides comme un moyen de contourner la contrainte de liquidité de sorte que le prix de la renonciation à la liquidité soit la perte d'intérêts. La monnaie est préférée par rapport aux autres titres pour son utilité car ces derniers ne peuvent se transformer en monnaie sans coûts[57].

Il faut dans un premier temps établir des relations entre le taux d'intérêt et le stock de monnaie et esquisser les contours du concept de trésorerie qui doit désormais dépasser le simple niveau des actifs monétaires à cause du rapprochement entre les actifs monétaires et les actifs de placement ; la liquidité est définie comme la vitesse de transformation d'un actif en monnaie à un coût de transaction raisonnable.

Selon Keynes (1935), les deux thèmes que sont la demande de monnaie et la vitesse de transformation de la monnaie en revenu ne sont pas identiques car l'option ouverte à chaque agent économique entre le maintien et l'abandon de la liquidité porte non sur son revenu mais sur l'ensemble de son épargne accumulée. Par la suite, Tobin (1958) a étudié l'application de la théorie de la préférence pour la liquidité au modèle "espérance-variance" de Markowitz (1959) en considérant que la monnaie en tant que réserve de valeur est un actif sans risque.

En raison de sa propriété de liquidité parfaite, la monnaie est le seul actif financier qui puisse être échangé sans délai et sans coût contre n'importe quel autre bien, réel ou financier (Keynes 1935). Les raisons qui poussent les agents économiques comme les entreprises à détenir un stock monétaire sont donc de trois ordres :

- le motif de transaction pour permettre une adéquation des recettes aux dépenses ;

57 Ainsi, plus un actif est illiquide et plus le rendement qu'on est en droit d'en exiger est grand. La monnaie a un coût d'opportunité qui ne la rend nécessaire ici que parce que les autres actifs financiers risqués ont des coûts de transaction très contraignants.

- le motif de précaution pour faire face à des événements imprévus ;
- le motif de spéculation pour profiter des opportunités liées à l'évolution des taux.

Le motif de transaction naît de l'écart temporel qui sépare les encaissements et les décaissements consécutifs aux flux monétaires. En raison d'une non-synchronisation des opérations monétaires, il est nécessaire qu'une entreprise détienne suffisamment de liquidités pour faire face aux échéances de paiement. Ce montant est fonction du volume d'affaires ; plus celui-ci est grand, plus grande seront les dépenses et plus grande devra être l'encaisse de transaction.

Le motif de précaution se justifie par l'incertitude qui plane sur l'activité d'une entreprise à cause de l'environnement économique (évolution défavorable des taux d'intérêt, de l'inflation, du chômage, de la croissance...) et de la nature de son objet social (secteur à haut risque ou secteur peu risqué). Cette incertitude conduit à s'interroger sur la notion de turbulence de l'environnement et à poser le problème du risque industriel. Contrairement aux vicissitudes de l'environnement, le risque lié à l'activité d'une entreprise est prévisible compte tenu d'une probabilité calculée a priori ; c'est le cas de la variabilité du chiffre d'affaires ou de la rentabilité. En revanche, aucune firme n'est à l'abri d'événements incertains tels que la perte d'un gros marché, la réalisation d'un tremblement de terre ou même l'opportunité d'un projet intéressant qui peuvent arriver sans que personne ait pu les prévoir. L'intérêt de la trésorerie de précaution est d'empêcher l'entreprise de tomber en faillite en cas de coups durs imprévus et de saisir des opportunités rentables qui se présentent au fur et à mesure.

Le motif de spéculation est de nature à orienter l'activité de trésorerie d'une entreprise vers la gestion d'un centre de profit. La spéculation qui reçoit dans certaines sphères une connotation péjorative est la garantie du bon fonctionnement des marchés financiers. Même si elle consiste à faire des opérations sur les titres de placement par lesquelles le trésorier cherche à tirer partie des fluctuations des cours des différents instruments, l'encaisse de spéculation peut jouer un rôle très important dans la stratégie des

entreprises. Dans la pratique, on peut dire que plus l'encaisse de transaction est grande et plus la probabilité pour que la part d'encaisse globale concernée par la spéculation est grande. La portée de ce motif va au delà d'un simple arbitrage entre l'encaisse et les titres de placement. Avec le développement de la fonction de trésorerie au sein de l'entreprise, la spéculation dans une entreprise peut aujourd'hui poser quelques problèmes. Par exemple, l'entreprise a t-elle le droit de faire un pari sur la survie de l'entreprise en prenant des positions extrêmement risquées ?

Dans un autre registre, le motif de constitution de trésor de guerre qualifié de motif de financement est apparu plus tard (Keynes 1937). L'encaisse issue de ce motif est constituée en prévision de dépenses importante telles que l'achat d'une grosse machine (croissance interne) ou le rachat d'une entreprise (croissance externe). Elle découle des deux faits suivants :

- la constitution progressive d'une masse importante de liquidité ;
- la dotation directe d'encaisse à la suite d'un financement exceptionnel (emprunt ou augmentation de capital).

L'encaisse représente traditionnellement le meilleur exemple qui justifie le motif de transaction alors que les placements de trésorerie sont plutôt détenus pour des motifs de précaution et de spéculation. Dès lors, son importance par rapport aux titres de placement à court terme ne signifie pas forcément que la trésorerie joue davantage un rôle d'ajustement.

Il est très difficile voire impossible de classer distinctement les types d'actifs de trésorerie en fonction des motifs de détention (transaction, précaution, spéculation et financement) ; la seule information disponible étant le montant de chaque catégorie d'actifs. Cette pluralité des motifs montre qu'un même actif financier (encaisse ou titre de placement) peut être détenu ou utilisé pour des fins de transaction, de précaution, de spéculation ou de financement. Il convient donc de considérer la trésorerie comme un

stock fongible c'est-à-dire une masse globale, à la formation de laquelle concourent tous les autres motifs.

L'entreprise est confrontée à deux types de décision qui témoignent du degré de sa préférence pour la liquidité :

- l'arbitrage temporel entre une consommation immédiate (dépenses, investissements,...) et une consommation future ;
- la répartition du droit à consommation future entre des actifs très liquides (monnaie, titre de placement à court terme,...) et des actifs financiers peu liquides (actions, obligations,...).

Dans le modèle keynésien, l'encaisse de spéculation est une fonction inverse du taux d'intérêt[58]. En d'autres termes, plus le taux d'intérêt augmente et plus le niveau d'encaisse décroît car le coût d'opportunité de sa détention augmente. Contrairement aux premiers développements de Keynes (1935) qui s'appuient surtout sur le revenu, l'encaisse de transaction et de précaution décroît avec le taux d'intérêt[59]. En effet, les firmes procèdent en général à des arbitrages de l'évolution de la courbe de la structure des taux[60]. Lorsque les taux d'intérêt à court terme sont élevés alors les firmes sont

[58]La structure de maturité des taux d'intérêt est un élément de réflexion utile pour le choix des taux d'actualisation utilisés dans les procédures de "capital budgeting" notamment en raison de son influence sur le coût de la dette et le rendement des actifs de trésorerie. Le pont apparent entre la trésorerie et l'endettement passe ainsi par le niveau des taux d'intérêt, tant du point de vue tactique que stratégique. Ceci permet d'établir une relation théorique entre les quatre variables suivantes : l'incertitude, les taux d'intérêt, la trésorerie et l'endettement. En effet, plus grande est l'incertitude pour l'entreprise, plus importante doit être la trésorerie, plus élevés sont les taux d'intérêt, plus faible devrait être l'endettement. La baisse des taux améliore donc la situation des emprunteurs alors que sa hausse est plutôt favorable à une politique de placement des fonds liquides sur des actifs financiers.

[59] Il n'y a pas de séparation entre les différents types d'encaisses qui sont forcément liés.
Pour l'encaisse de transaction.
voir Baumol (1952).

[60]D'après la théorie des anticipations, le taux d'intérêt à long terme est la moyenne des taux d'intérêt anticipés à court terme. Dès lors les taux d'intérêt à long terme sont généralement supérieurs aux taux à court terme. Les taux longs sont généralement plus élevés que les taux courts car les épargnants préfèrent prêter à court terme et les emprunteurs préfèrent s'engager à long terme. Il existe d'autres théories concurrentes. Dans la théorie de la segmentation, la structure des taux d'intérêt n'est pas déterminée par la valeur anticipée des taux d'intérêt mais par la demande et l'offre des titres de chacune des maturités possibles. S'il y a plus de prêteurs à court terme et plus d'emprunteurs à long terme, le taux d'intérêt à long terme s'élèvera par rapport aux taux à court terme. Dans l'approche en termes de liquidités le taux d'intérêt à long terme est une moyenne des taux d'intérêt à court terme anticipés plus une prime de liquidité.

davantage encouragées à transformer leurs liquidités en actif financier, et vice-versa. En fin de compte, l'importance de la fluctuation des taux d'intérêt implique que les entreprises incorporent dans leurs décisions financières des hypothèses de taux d'intérêt (Thiry 1981).

Sous l'impulsion de la déréglementation et plus généralement de la réforme du système financier, la définition de la monnaie a évolué passant d'une conception institutionnelle à une conception fonctionnelle qui privilégie davantage la notion de liquidité. *L'élargissement de la gamme des placements a réduit la demande d'encaisses puisque les agents économiques ont pu trouver des instruments d'épargne mieux rémunérés et tout aussi liquides que certains actifs monétaires... Il n'existe plus désormais de frontière précise entre la monnaie et les autres actifs financiers de sorte que des modifications marginales de l'environnement sont susceptibles d'altérer très vite et très fortement la structure des portefeuilles* (Pollin 1988, p.25). Les impératifs de la politique monétaire ont conduit les agrégats monétaires à évoluer dans leur contenu et leur forme en modifiant la conception classique de la monnaie[61].

Les actifs dits de "trésorerie" combinent parfois les avantages de la monnaie et des actifs financiers par définition risqués. Il est fait allusion à l'apparition en France des titres des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (O.P.C.V.M.) et des nouveaux titres sur le marché monétaire (bon du trésor négociable, certificats de dépôts, billet de trésorerie, bons émis par les établissements de crédit)[62]. Ces titres présentent, en effet, des caractéristiques de rémunération positive et de liquidité importante.

[61] Pour une revue de la littérature sur la modélisation des choix de portefeuille et des problèmes de "substituabilité" entre actifs, voir Bordes (1988).

[62] L'actif net des OPCVM qui était seulement de l'ordre de quelques milliards au début des années 80, compte en 1992 plus de 2400 milliards de francs (Source : CNC, 1992). Les entreprises ont suivi cet effet de mode puisque partant de rien, elles avoisinent les 428 milliards de francs en 1994 (Source : Comptes de la Nation, INSEE 1994). Caractérisés également par une forte innovation le volume des titres de créances négociables a atteint 2.324 milliards de francs en 1992 ; son montant de détention par les sociétés et quasi-sociétés est de l'ordre de 360 milliards de francs (Source : Comptes de la Nation, 1994).

La trésorerie représente dorénavant l'ensemble des moyens de paiement disponibles rapidement et des placements temporaires de ces moyens. En fin de compte, la monnaie n'est pas le seul actif liquide.

2.1.2. Détermination du montant optimal de trésorerie

En s'appuyant sur l'analyse des motifs de détention d'encaisse énoncés par Keynes (1935, 1937), de nombreux auteurs ont tenté de modéliser le comportement optimal des entreprises en matière d'encaisse par la reproduction des principes de gestion de stock. Ces modèles privilégient tantôt un avenir certain, tantôt un avenir incertain sachant qu'ils mettent souvent en jeu des préoccupations d'optimisation à court terme. Ils prennent tous largement en compte à différents niveaux les problèmes de sécurité, de volume, de coût, de risque et de rentabilité.

Bien entendu tous les développements sont réalisés dans le cadre d'un processus normal de formation de la trésorerie[63]. Leur côté irréaliste à certains égards suggère la mise en œuvre de modèle de simulation.

Le point de départ de ces travaux lancés par Baumol (1952) a été de considérer les liquidités comme de véritables stocks de marchandises au même titre que les autres actifs au bilan de la firme. En fait, ce premier modèle simpliste est une transposition du modèle de gestion de stock classique de Wilson. L'entreprise qui détient en début de

[63]De par son métier, l'entreprise reçoit et utilise de la monnaie. On a vu qu'elle doit par ailleurs affecter cette somme à une consommation instantanée ou à une consommation future. La modélisation de l'objectif de la fonction de trésorerie de la firme, incluse dans la gestion financière à court terme, peut être trouvée par une analyse approfondie des différents facteurs qui affectent le poste trésorerie dans le bilan ainsi que des effets tels que les mouvements saisonniers et conjoncturels. Les facteurs qui génèrent des flux monétaires sont : le crédit fournisseur, le crédit client, les investissements, les opérations avec emprunteurs, les opérations avec les prêteurs, les activités strictement financières (achat et vente de titres de placement à court terme), les relations avec associés, les actionnaires et le groupe (nouveaux apports en capital ou en compte courant), la distribution de dividendes. A tous ces paramètres, il faut rajouter le facteur incertitude qui joue un rôle très important dans le processus de formation de l'encaisse. Pour assumer ses objectifs d'optimisation, l'entreprise doit avoir les informations les plus précises sur les flux de trésorerie. Pour ce faire, elle est souvent amenée à utiliser des méthodes de prévision.

période une encaisse issue des recettes perçues sur toute la période peut la garder sous forme liquide ou choisir de la transformer en actif financier portant intérêts. Pour éviter de supporter un coût d'immobilisation trop lourd et assurer ses paiements en temps voulu, elle se procurera au fur et à mesure les liquidités dont elle a besoin. L'entreprise doit ainsi supporter un coût de transformation fixe pour convertir régulièrement des actifs financiers en liquidités (ou faire face à un taux d'intérêt pour accéder à des fonds) ; elle assume de ce fait des coûts fixe de liquidation au cours de chacune des négociations périodiques. Par ailleurs, l'encaisse inutilisée que l'on peut qualifier d'"oisive" prive l'entreprise d'un revenu qu'elle aurait pu toucher si l'encaisse avait été transformée en placement. Ce modèle cherche à déterminer le montant d'encaisse d'une firme qui permet de minimiser les coûts de détention de cette trésorerie.

Les facteurs de décision du modèle sont :

- les recettes totales perçues en début de période c'est-à-dire les flux monétaires totaux à décaisser (Sf) ;
- le taux d'intérêt des titres de placement c'est-à-dire le coût d'opportunité dû à la détention d'encaisse (Rp) ;
- le coût fixe de transfert (ou coût de transaction) pour passer d'un type d'actif à un autre (Tp).

Le montant optimal des titres de placement (M) à vendre au début de période pour renflouer l'encaisse est celui qui permet d'égaliser le rendement marginal à la diminution marginale du coût de liquidation des titres de placement, c'est-à-dire celui qui permet de minimiser le coût total (Ct). Autrement dit, il faut arbitrer entre les pertes d'intérêts dues à l'apparition d'opportunité et les gains liés à la maîtrise du risque de défaillance c'est-à-dire de non-paiement des transactions à l'échéance[64].

64

Baumol (1952) montre qu'il existe une relation décroissante entre le rendement des titre de placement et la détention d'encaisse : plus le taux d'intérêt est élevé et moins l niveau d'encaisse est important ; plus les coûts de transaction sont élevés, plus le nivea d'encaisse est élevé ; plus les sorties de fonds globales sont grandes et plus le nivea d'encaisse est important. Malgré les qualités que l'on peut reconnaître à ce modèle, forc est de constater qu'il présente un certain nombre de limites :

- l'avenir est certain et les prévisions sur les besoins d'encaisse sont parfaites ;
- les dépenses sont réparties régulièrement dans le temps ;
- les mouvements d'encaisse sont réguliers et constants ;
- le coût d'opportunité et le coût de liquidation sont constants ;
- l'encaisse permet de satisfaire le motif de transaction et ne rapporte aucun intérêt ;
- le coût de rupture de trésorerie (ou d'illiquidité) est nul.

C'est donc un modèle relativement simple qui est justifié par le désajustement qui exist entre les flux d'approvisionnement, les flux de production et les flux de vente. Toute ces objections sont autant de raisons qui militent pour un perfectionnement de c premier modèle de gestion optimale de l'encaisse.

Tobin (1956) établit ensuite (toujours en avenir certain) que les transferts doiver s'opérer non pas selon les besoins mais en fonction du rapport entre le taux d

---

$$Ct = Rp\frac{M}{2} + Tp\frac{Sf}{M}$$

Encaisse optimale moyenne $= \frac{M}{2}$

Nombre de transformation $= \frac{Sf}{M}$

Fonction objective : Min (Ct)

Soit : $\frac{Sf \times Tp}{M^2} = \frac{Rp}{2}$

Solution : $M = \sqrt{\frac{2 \times Sf \times Tp}{Rp}}$

rémunération des actifs financiers et le coût de transfert (en double sens) ; ce qui est une hypothèse chez Baumol (1952) devient alors une conclusion chez Tobin (1956). Ce faisant, Tobin (1956) montre que la gestion optimale de l'encaisse doit s'effectuer par le biais de l'objectif de maximisation des produits des placements notamment si le rendement des placements permet de faire face aux coûts de transaction. L'arbitrage entre les actifs monétaires et le placement n'est donc pas toujours intéressant. En considérant que le stock monétaire peut donner lieu à des intérêts, Sprenkle (1966) montre qu'il convient de les ajouter aux coûts de transaction pour définir une politique optimale.

Miller et Orr (1966) reprennent également l'esprit du modèle de Baumol (1952) en introduisant de nouvelles hypothèses plus réalistes sachant que l'avenir est incertain ; il faut en effet, envisager une gestion de trésorerie avec des entrées et des sorties de fonds non prévisibles mais variant entre deux limites. Ces deux auteurs montrent que l'optimum de la firme consiste à naviguer autour d'un niveau cible d'encaisse c'est-à-dire en achetant des actifs financiers lorsque l'encaisse atteint une limite supérieure et en vendant lorsque l'encaisse atteint une limite inférieure. Ce modèle suppose l'impossibilité pour la firme d'avoir un découvert en banque c'est-à-dire une encaisse négative. Dans une perspective d'apparition éventuelle de risque de faillite, Whalen (1966) décrit dans un contexte incertain que c'est en réalité l'encaisse détenue pour des motifs de précaution qui doit présider à la mise en œuvre d'une politique optimale de gestion de l'encaisse. Il faut ainsi parvenir à minimiser un coût de gestion qui est fonction du coût de détention de l'encaisse, du risque d'illiquidité et des flux monétaires aléatoires sachant qu'il est possible de recourir à des lignes de crédits. Dans le même ordre d'idée que cette précédente étude, Sprenkle (1967) justifie la détention d'une encaisse de précaution par l'incertitude portant sur l'égalité entre les recettes et les dépenses c'est-à-dire sur le taux de paiement. Eppen et Fama (1969, 1971) ont comblé les lacunes de ces premiers modèles qui s'appuient sur des coûts de transferts fixes en

proposant une évolution proportionnelle de ces coûts. Sur cette lancée, Eppen et Fa (1971) modélisent le montant optimal de l'encaisse en considérant trois types d'actifs trésorerie : la monnaie, les actifs financiers à revenu fixe et les actions. Le problème de savoir dans quelle mesure les actifs financiers à revenu fixe peuvent servir de tamp face aux fluctuations aléatoires d'encaisse. En effet, les coûts de transferts sont t élevés lorsque l'on ne tient compte que de l'encaisse et des actions.

Les modèles de gestion optimale de l'encaisse présentent de nombreuses limites. La pl importante c'est qu'ils ne considèrent que l'activité partielle de trésorerie, compartime distinct de l'entreprise. Ils sont en outre très difficiles à utiliser en raison de nombreus rigidités dues à des hypothèses restrictives et peu réalistes. Ils permettent cependant procéder à des analyses macro-économiques sur la demande de monnaie des entrepris dans de bonnes conditions ; c'est en tout cas, la principale direction de recherche semblent mener ces études à l'heure actuelle. Le rapprochement entre la gestion d stocks et la théorie monétaire a permis ainsi aux auteurs de cette approche, de propo un cadre solide de référence sur la politique de placement : minimisation du coût gestion ou maximisation des produits de placement. Mais ceci ne permet pas d'optimis a priori l'objectif de la firme qui se trouve être dans la théorie néoclassique, maximisation de la richesse des actionnaires confondues avec celle de l'entreprise. P ailleurs, contrairement à certaines évidences issues de ces analyses, l'encaisse transaction n'est pas le motif de détention de trésorerie le plus persistant ; les motifs précaution et dans une moindre mesure de spéculation ne sont pas non plus dominan En effet, comme le montre Sprenkle (1969), les entreprises peuvent être amenées détenir des encaisses pour des motifs institutionnels comme l'obligation de mainte une encaisse minimale dans un compte bancaire pour diverses raisons. Dans la pratiq il est de moins en moins nécessaire que l'entreprise garde une encaisse pour répondre très court terme, à un engagement de sortie de fonds puisque de nombreux instrume de trésorerie qui ont été soulignés précédemment permettent de faire la même chose p

la transformation rapide en monnaie à des coûts de transaction quasiment nuls. disparition de la frontière entre les actifs monétaires et les placements à court terme ı inopérante tous ces modèles qui sont fondés sur une nette séparation de la notioı monnaie et de celle d'actif financier. Enfin, il apparaît que si les grandes entreprises les moyens et la possibilité d'avoir des raisonnements en termes d'arbitrage entr monnaie et les placements, les petites entreprises en revanche sont limitées par des c de transaction en raison du faible volume de leurs recettes et par conséquent de encaisse globale.

Le développement des méthodes de simulation et d'optimisation de la gestion trésorerie dû aux progrès de la recherche opérationnelle et de l'informatique ont, er de compte, conduit à des possibilités de calcul infinies qui rendent possi l'intégration de nombreuses variables d'action pouvant influencer la gestion trésorerie. Ces modèles ont permis de compléter dans une moindre mesure les mod de gestion optimale de l'encaisse fondés sur la demande de monnaie mais ils restent largement des modèles de prévision de flux monétaires (Levasseur 1979). En fiı compte, il subsiste de sérieux doutes sur l'efficacité de ces modèles pour la polit générale des firmes.

2.1.3. Choix de portefeuille à liquidités

Les agents économiques qui possèdent des excédents de fonds provenant de épargne nette peuvent les utiliser pour financer ceux qui ont besoin de fonds dar cadre de leur investissement productif. Dans cet esprit, l'objet de la théorie portefeuille est de déterminer un cadre pour l'allocation de ressources entre les a financiers[65].

[65] Voir Markowitz (1959), Sharpe (1964).

Si la constitution d'un portefeuille consiste à procéder à des transactions portant sur les actifs financiers en fonction de leurs risques et de leurs rentabilités , la rentabilité de ce portefeuille (E) est la moyenne pondérée des rendements des différents titres qui le constituent, suivant la proportion détenue dans chaque titre (X_i). Son risque (V_i) est défini comme la somme des contributions des risques de ces titres par rapport à leur poids[66]. La fonction objectif de la gestion du portefeuille peut s'énoncer pour un investisseur averse au risque, de la manière suivante :

- maximiser la rentabilité pour un risque donné ;
- ou minimiser le risque pour une rentabilité donnée.

Dès lors, l'obtention d'un portefeuille efficient dépend de la façon dont les titres se répartissent entre eux. La trésorerie peut faire partie de ces titres. Elle est un élément du portefeuille et ne peut se concevoir qu'à partir du moment où les marchés financiers ne sont pas parfaits.

Selon le théorème de séparation de Tobin (1958)[67], l'investisseur doit procéder à des arbitrages entre deux décisions distinctes :

- la composition du portefeuille entre des actifs risqués ;
- la décomposition des fonds disponibles entre actifs risqués et actifs sans risque.

Il y a donc interdépendance entre la décision d'investissement et celle du financement .

66

$$E = \sum_{i=1}^{n} E(r_i) X_i$$

$$V = \sum_i X_i^2 V_i + \sum_i \sum_{j \neq i} COV_{ij} X_i X_j$$

sachant:

$$\sum_{i=1}^{n} X_i = 1$$

$$X_i \geq 0$$

67 L'apport de Tobin (1958) est très important pour la théorie de gestion de portefeuille car les travaux initiés par Markowitz (1959) ne comprennent pas l'actif sans risque. Ce dernier montre que tout investisseur a intérêt à diversifier son portefeuille pour réduire son niveau de risque et maximiser en même temps son utilité de manière à se placer sur la frontière efficiente des opportunités d'investissements.

On peut par ailleurs évaluer tout portefeuille à partir de sa propriété de liquidité, c'es dire l'aptitude des titres inclus à s'échanger à leur valeur réelle sur un march L'évolution de cette liquidité peut perturber la réalisation d'un cours d'équilibre à ca des coûts de transaction. Ces coûts ne sont que la traduction de l'exigence du mai vis-à-vis du caractère efficient des marchés des coûts liés au degré d'illiquidité et présence d'initiés. S'il existe beaucoup d'investisseurs qui veulent acheter le titre et de détenteurs qui veulent s'en désaisir, le marché offrira alors une prime aux détent pour vendre leurs titres ; de cette manière l'équilibre est réalisé progressivement.

En posant l'hypothèse d'une élasticité des prix, Loderer, Cooney et Van Drunen (19 montrent que le cours d'un titre diminue lorsque sa liquidité augmente. Au to l'illiquidité d'un titre peut être liée à sa capitalisation, à son volume des transactions volatilité et plus généralement aux anomalies boursières[69]. *Tout professionnel marché ou gérant de portefeuille, engagé quotidiennement dans des opérati financières, admettra volontier qu'il préfère la liquidité toutes choses étant égales ailleurs. On doit donc logiquement s'attendre à ce que cette préférence se retro valorisée dans les prix des actifs ou ce qui revient au même dans leur taux de rentab. espéré* (Jousset 1992, p.78).

Pour Diamond et Verrecchia (1991), l'information publique révélée pour réd l'asymétrie d'information peut réduire le coût du capital d'une firme en attirant nombreuses demandes provenant des gros investisseurs et ce, en raison d'une liqui de leurs titres plus grande. De plus, il existe une relation inverse entre la liquidité e rentabilité. En effet, un titre très liquide est peu rentable et vice-versa. Autrement dit entreprises situées dans un marché très liquide ont une rentabilité anticipée plus fa que celle des entreprises situées dans un marché peu liquide. Par exemple, on s'attendre à ce que les holdings et les sociétés fermées soient décotés. En fin de con

[68]Elle est le rapport entre le volume échangé d'un titre sur le pourcentage de variation de prix au c d'une période donnée ou tout simplement l'écart entre les cours acheteur et vendeur sur le niveau cours.

[69]Voir : Hamon et Jacquillat (1991)

la liquidité est fonction de l'offre et de la demande d'un marché. Mais il peut paraître prématuré de conclure que le risque de liquidité est inexistant lorsqu'il y a un volume important.

Les deux principales composantes de la trésorerie que sont l'encaisse et les valeurs mobilières de placement différent sur leurs aptitudes à se transformer en liquidités. En effet, l'encaisse est un stock de monnaie qui n'a, par conséquent, pas besoin d'être transformé en monnaie ; sa liquidité parfaite ne peut être remise en cause. En revanche, les valeurs mobilières de placement ou les autres titres assimilables à de la trésorerie ne peuvent se transformer en stock de monnaie que contre un certain coût qui est certes beaucoup moins important que celui auquel un vendeur d'actif financier quelconque devrait faire face.

La trésorerie apparaît comme une contrainte du modèle gestion de portefeuille qui consiste à maintenir une fraction fixe des fonds sous forme liquide (Jacquillat et Solnik 1987). En tant qu'actif à risque, l'intérêt qui réside dans la constitution d'une trésorerie volumineuse consiste ainsi à réduire le risque global d'un portefeuille dont les autres actifs sont par ailleurs très risqués (Causse 1982, p.6).

2.2. Trésorerie et décisions financières

Les théories de la structure financière et du dividende sont des champs de connaissance qui n'ont pas cessé d'évoluer depuis 1958, date à laquelle Modigliani et Miller (1958) posaient la première pierre à l'édifice. Sous une inspiration néoclassique, ils marquent en effet, le point de départ de la recherche en finance d'entreprise que nourrit le paradoxe de l'existence d'une structure financière optimale. Dans ce modèle fondé sur la perfection des marchés financiers, la détention de trésorerie n'est pas justifiée car il est

absurde d'emprunter pour prêter étant donné le problème d'équivalence des taux et le coût de l'intermédiation financière.

L'expérience a ensuite montré que la relation entre la structure financière et la valeur de la firme dépend de plusieurs facteurs parmi lesquels on peut citer la fiscalité, les coûts de faillite, coûts d'agence, l'asymétrie d'information, les coûts de liquidation, les coûts de transaction, les variables empiriques (le secteur, la croissance, la taille, le risque) et la stratégie (Harris et Raviv, 1991). La politique de dividende permet quant à elle, de mettre en exergue le processus d'accumulation de trésorerie étant donné que toute richesse nette générée par la firme sous forme de liquidités appartient aux actionnaires.
Il est très difficile d'évaluer de manière quantitative la liquidité des actifs d'une entreprise pour plusieurs raisons. Premièrement, il faut estimer son influence sur le risque de faillite c'est-à-dire préciser sous quelle condition le manque de liquidité peut entraîner l'entreprise à un dépôt de bilan à la suite des transactions courantes ou d'événements incertains (coût d'illiquidité). Deuxièmement, il faut trouver à quel niveau se situe la liquidité de l'entreprise de sorte que celle-ci puisse saisir à tout moment une opportunité plus ou moins prévisible compte tenu des coûts de transfert.

Quoi qu'il en soit, la valeur implicite de la trésorerie est attachée à la notion de trésorerie excédentaire générée par la politique de financement de la firme (autofinancement, endettement, augmentation de capital, ventes d'actifs) et dépend des utilisations qui en sont faites. La trésorerie est d'abord décrite comme une ressource particulière qui peut être affectée à des investissements, au désendettement ou au versement de dividendes ; la nature des investissements étant rentable ou discrétionnaire. Elle est ensuite présentée comme un emploi c'est-à-dire un investissement sur un actif à moindre risque.

2.2.1. Déterminants de la trésorerie

Toutes les opérations initiées par les dirigeants dans le cadre de la stratégie globale se traduisent en définitive en mouvements de liquidités à plus ou moins brève échéance. Le comportement en matière de trésorerie est de ce fait une des résultantes de la politique financière et une déclinaison de la stratégie[70]. C'est pourquoi, il se prête bien à une approche du lien stratégie-finance. *En effet, la trésorerie, fonction centrale dans l'entreprise, est de plus en plus considérée comme une variable stratégique ; l'analyse de sa formation aboutit à la mise en évidence de soldes chargés d'une signification économique* (Banque de France 1988, p.47). L'analyse des déterminants de la trésorerie peut se faire de quatre manières :

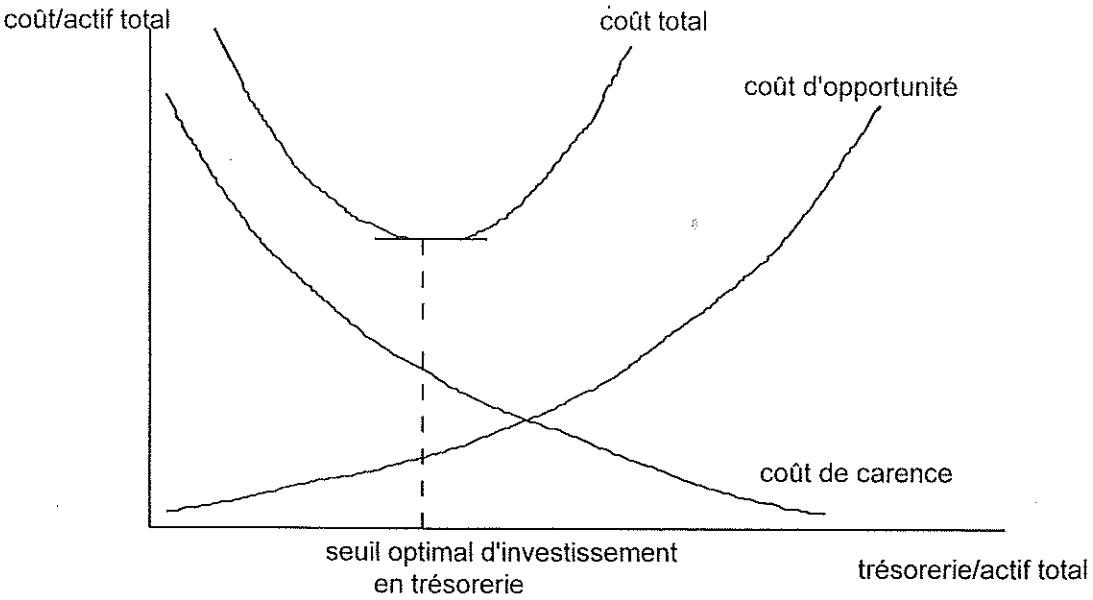
- dans le cadre du couple risque-rentabilité ;
- dans la perspective de l'avantage compétitif ;
- dans le sillage de l'économie des coûts de transaction ;
- dans l'optique de la détresse financière.

Cependant, il est à craindre que la détermination de la trésorerie dépende également de paramètres empiriques (taille, secteur, croissance, l'appartenance à un groupe,...). Le compromis entre le coût de détention de la trésorerie par la firme et l'avantage que cela peut lui procurer, suggère l'existence d'un niveau optimal de liquidités (Gilmer 1985). Une faible détention de trésorerie l'expose à des coûts de carence tels que les coûts de transaction pour transformer des actifs non liquides et les coûts liés aux hauts taux d'intérêt pour contracter des emprunts à court terme, les coûts liés aux rabais sur le montant des créances, les coûts liés à la restriction des possibilités de crédit et les coûts liés au risque d'illiquidité ; ces coûts diminuent avec l'augmentation de la trésorerie. Par ailleurs, la détention de trésorerie impose des coûts d'opportunité puisqu'il s'agit de mobiliser des ressources sur des actifs à moindre rendement ; ces coûts sont croissants

[70] Le management stratégique fait appel à une vision a priori sur les performances futures de la firme qui nécessite l'emploi d'informations hétérogènes de toute nature (qualitative et quantitative).

avec la détention de trésorerie. Au total, l'optimum est atteint en minimisant la fonction de coût total qui combine les coûts de carence et les coûts d'opportunité (schéma 1). Le niveau de trésorerie peut enfin être reflété dans le rendement des titres détenus par les actionnaires. Lorsque la détention de trésorerie tend vers l'optimum, le volume trésorerie devrait s'accroître. Dans le cas contraire, il devrait décroître. Van Horne (1969) propose ainsi une méthode qui permet d'analyser la gestion d'une firme en termes d'arbitrage entre le risque et la rentabilité pour différents niveaux de liquidité et de structure de la dette. En fait, la firme doit déterminer le montant d'encaisse et de valeurs mobilières de placement approprié qu'elle souhaite détenir en minimisant son risque de faillite. Pour McStancil (1964), il faut considérer la détermination du solde optimal des deux composantes de la trésorerie de manière distincte. Mais il est possible de traiter le problème de la caisse comme un sous-ensemble du poste titres de placement. Le niveau optimal et logique du poste titres de placement dépend alors de la variation probable maximale attendue du compte caisse et non du rendement des titres de placement.

Schéma 2.1 : Seuil optimal de trésorerie



Source : Gimer 1985.

Porter (1980) mentionne la trésorerie parmi les principaux signaux de la détermination d'une firme à conserver ses acquis. Les actifs les plus visibles qui peuvent servir à l'exécution d'un engagement sont, en effet, les liquidités excédentaires (Porter 1985). Une firme peut diminuer sa vulnérabilité à une attaque des concurrents en conservant des excédents de trésorerie qui lui permettront si besoin est, d'engager des représailles efficaces.

Les liquidités fournissent ainsi un avantage compétitif pour deux raisons (Baskin 1987). Elles permettent aux entreprises de réagir aux nouvelles opportunités en investissant rapidement pour construire une barrière à l'entrée et monopoliser un segment de marché très concurrentiel d'une part ; elles sont est utiles pour faire face aux risques induits par les frictions avec les concurrents d'autre part. L'idée développée par cet auteur consiste notamment à observer que la liquidité est une fonction décroissante de la concentration du secteur d'activité (marché oligopolistique ou non). En effet, dans toute industrie, une firme peut faire l'objet d'attaque de la part de ses concurrents. A défaut de mener exclusivement une stratégie offensive pour se prémunir contre ces menaces, elle a intérêt à opter pour une stratégie défensive. Loin de créer un avantage concurrentiel, la stratégie de détention de trésorerie vise à consolider un avantage existant pour le rendre durable.

Dans le même ordre d'idée, la théorie basée sur les ressources (Penrose 1959) propose de traiter l'ensemble des ressources de la firme comme la représentation d'un avantage compétitif débouchant sur la mise en œuvre de la stratégie. Parmi la collection de ressources qui constitue la firme, les ressources financières représentent parfois un poids important. Il en résulte qu'une partie des ressources financières, la trésorerie par exemple doit être mise en valeur pour accroître les performances des entreprises. En effet, les trésoreries des entreprise se différencient les unes des autres à cause de la combinaison de leurs ressources qui les conduisent à des performances différentes. L'avantage de la détention de trésorerie pour chaque firme réside dans la proportion

détenue, dans la synergie avec d'autres ressources, dans l'expérience accumulée en matière d'utilisation et d'anticipation, dans la capacité à s'autofinancer et dans les perspectives de croissance.

Dans tous les cas, les entreprises à stratégie défensive ont une liquidité importante et un faible levier financier alors que les entreprises à stratégie offensive ont une faible liquidité et un levier financier important (Ginn, Young et Beekun 1995).

Comme le soulignent Cœurderoy et Koulayom (1996a, 1996b), la trésorerie excédentaire que l'on peut approximer par la détention de valeurs mobilières de placement répond à des objectifs dits "d'engagements crédibles". L'engagement crédible d'une firme peut se manifester de diverses manières : soit par l'émission de signaux dissuasifs à destination de la concurrence comme indiqué ci-dessus, soit par la mise en œuvre de garanties vis-à-vis des partenaires économiques. Dans ce dernier cas, on entre dans le domaine des coûts de transaction (Williamson 1985). Une enquête de l'INSEE va dans ce sens. Elle montre l'existence de liens entre la situation de trésorerie et les évolutions de certaines variables financières (Lecler 1996). En outre, l'analyse des déterminants de cette situation entre 1990 et 1995 conclut que le jugement que les industriels portent sur leur trésorerie semble dépendre de l'environnement conjoncturel, de leur politique d'investissement, de leur gestion de stock et de leur stratégie de financement.

Le modèle explicatif le plus complet des différents déterminants de la trésorerie est assurément celui de John (1993)[71] qui valide l'hypothèse selon laquelle la proportion

71

des actifs investis par la firme sous forme de trésorerie (encaisse plus valeurs mobilières de placement) augmente avec l'accroissement de la détresse financière. Il s'agit de l'insuffisance des actifs liquides par rapport aux passifs exigibles dont l'amélioration est rendue possible par l'augmentation de la liquidité des actifs[72].

Des coûts de liquidation apparaissent dès lors qu'une firme vend des actifs pour augmenter son solde de liquidité[73]. Plus généralement, il est fréquent que la détention de certains actifs par les entreprises soit remise en cause, notamment pour des besoins pressants de trésorerie. Les entreprises sont parfois surprises de constater que les actifs

---

$$LIQR = a_0 + a_1 Q + a_2 RD + a_3 ADV + a_4 BR + a_5 SPC + a_6 DEB + a_7 CAS + a_8 GRO + a_9 CA + a_{10} MAR + a_{11} RE + a_{12} INV + a_{13} IMI + a_{14} VOL + e_1$$

LIQR = taux de trésorerie
Q = ratio Q de Tobin
RD = taux de recherche et développement
ADV = taux des dépenses de publicité
BR = événement judiciaire ou non
SPC = secteur d'activité
DEB = taux d'endettement
CAS = durée du cycle de financement
GRO = taux de croissance
CA = taille (logarithme du chiffre d'affaires)
MAR = taux de marge
RE = taux de rentabilité économique
INV = taux d'investissement des actifs productifs
IMI = poids des immobilisations incorporelles
VOL = volatilité du résultat d'exploitation
e_1 = terme d'erreur

[72] La détresse financière peut aussi être réduite par une diminution de l'exigibilité des dettes financières au travers de leurs renégociations.

[73] Le Plan Comptable 82 qui régit l'établissement des documents comptables en France est fondé sur l'optique de continuité d'exploitation. Par conséquent, la valeur comptable des actifs est différente de leur valeur de liquidation. De plus, la valeur de marché de l'actif est une valeur vénale c'est-à-dire "le prix présumé qu'accepterait d'en donner un acquéreur éventuel de l'entreprise, dans l'état et le lieu où se trouve le bien". Celle-ci doit être appréciée en fonction de la situation de l'entreprise". En outre, le plan comptable parle d'un acquéreur de l'entreprise et non d'un acquéreur du bien. Sachant que la liquidation est une succession de tâches qui consiste à réaliser l'actif pour régler le passif, la valeur de liquidation est celle que rapporterait la vente forcée de l'entreprise dans un délai limité.
Source : Conseil National de Comptabilité (1986).

dont elles souhaitent se désaisir, valent en réalité sur le marché deux fois voire cinq fois moins qu'ils ne valent réellement (Titman 1984). Cette approche consiste à étudier la liquidité des actifs c'est-à-dire leur aptitude à se transformer en actifs liquides ou plus familièrement leur spécificité. Par exemple un actif qui a été acquis pour une utilisation particulière et spécifique verra sa valeur de marché diminuer notablement lorsqu'il est présenté à la vente ; sa jouissance conformément à la destination originelle lui confère une valeur productive importante qu'une autre entreprise ne saura pas en mesure d'apprécier. Au total, deux principales conclusions se dégagent de l'étude de John (1993):

- la détention de trésorerie est une fonction croissante des mesures de la détresse financière comme le ratio Q de tobin, le taux de recherche et développement, le taux des dépenses de publicité, le poids des immobilisations incorporelles et le risque de faillite ;
- la détention de trésorerie est une fonction décroissante des mesures des sources alternatives de liquidité anticipées tout comme la valeur collatérale des actifs.

Le rapport de la valeur de marché de la firme sur le coût de remplacement de ses actifs défini comme le ratio Q de Tobin est une bonne approximation des résultats provenant de cessions d'actifs en cas de liquidation forcée. Dans ce cas, les firmes avec un ratio Q de Tobin élevé engendrent une moins-value de cession et sont plus enclines à une liquidation prématurée ; le lien entre le taux de trésorerie et le ratio Q de Tobin est positif.

Les coûts de liquidation sont très élevés pour les firmes qui détiennent des actifs spécifiques au sens de Williamson (1985)[74] et qui réalisent des produits spécialisés et

[74]On est en présence d'actifs spécifiques chaque fois que les coûts supportés lors de sa mise en œuvre en vue d'une utilisation ne sont pas recouvrables et lorsqu'ils sont redéployés vers d'autres emplois ou d'autres occupations. Il existe cinq types d'actifs spécifiques :
- les actifs localisés et géographiques tels que des usines et des matériels exploités dans des contextes particuliers,
- les actifs physiques spécifiques tels que des actifs spécialisés dans une industrie particulière comme l'industrie plastique,
- les actifs humains spécifiques tels que la complémentarité d'une équipe de recherche et l'efficacité d'un groupe d'ingénieur,
- les actifs dédiés tels que les actifs fabriqués sur commande,

exclusifs. La probabilité d'avoir des actifs spécifiques est plus importante dans les secteurs à haute technologie qui produisent des machines spécialisées et des usines. Le taux de recherche et développement et le taux des dépenses de publicité sont des indicateurs de l'unicité de cette offre. Les dépenses de recherche et développement sont des actifs spécifiques parce que les produits vendus qui en sont issus utilisent des technologies qui ne peuvent pas être copiées. De la même manière, les produits exclusifs bénéficient de campagnes de publicité particulièrement intenses. La dette risquée et la détresse financière peuvent conduire au sous-investissement dans des options de croissance (Myers 1984). En créant un stock d'options d'investissements futures, les dépenses de recherche et développement et les dépenses de publicité peuvent être perdues si la firme dépose le bilan ; l'accumulation de trésorerie permet de minimiser ce risque. En règle générale, le poids des immobilisations incorporelles est un indice de la spécificité des actifs qui par conséquent fait croître les coûts de liquidation.

La valeur collatérale est une autre manière de voir les coûts de liquidation d'un actif en cas de restructuration (Shleifer et Vishny 1992). En d'autres termes, la liquidité d'un actif peut créer une capacité d'endettement supplémentaire parce que les actifs liquides sont de bons collatéraux (Myers et Rajan 1995). Le taux d'investissement des actifs productifs est une fonction croissante de la valeur collatérale des actifs. En revanche, le poids des immobilisations incorporelles est négativement lié à la valeur collatérale des actifs. Ainsi, les firmes à valeur collatérale élevée n'ont besoin que de faibles liquidités en cas de détresse financière car leurs coûts de liquidation sont généralement plus faibles.

En tout état de cause, l'assèchement de la trésorerie augmente la probabilité de défaillance d'une firme sauf si cette dernière possède des actifs plus ou moins convertibles en liquidités dans un délai court et à un faible coût. L'existence de coûts de

---

- le capital de réputation tel que l'actif incorporel (brevets, marques, frais de recherche et développement,...).

La trésorerie apparaît *a priori* comme le meilleur exemple d'un actif-non spécifique.

faillite explique pourquoi une entreprise ne s'endette pas sans limites pour profiter au maximum des avantages fiscaux (Warner 1977). Du reste la dette accroît le risque de défaillance c'est-à-dire l'obligation de payer des intérêts ou de subir un coût de réorganisation financière pouvant aller jusqu'au dépôt de bilan. Les coûts de faillite apparaissent comme une fonction décroissante de la valeur de la firme. Dans la mesure, où l'incertitude sur les revenus futurs des entreprises persiste, la dette devient un actif à risque mesurable par l'éventualité d'une rupture de trésorerie (Van Horne 1976).

La gestion des actifs productifs et leur financement relèvent de deux domaines différents. Le premier concerne la gestion du fonds de roulement et le second du choix d'une structure financière optimale. A contre courant de la littérature théorique, les deux types de décisions peuvent être menés ensemble dans le but de minimiser le risque de rupture de trésorerie par un accroissement des valeurs mobilières de placement ou de stimuler les ventes par une gestion des stocks et du crédit interentreprises appropriée (Bierman, Chopra et Thomas 1975). Toute perspective de faillite est le prélude de non-transmission de l'effet de levier par le marché. La disponibilité de la trésorerie autant que la qualité de sa prévision rendent le processus de financement des entreprises plus flexible. Dans tous les cas, cela suggère qu'une firme doit augmenter son solde de liquidité jusqu'à ce que le risque d'illiquidité arrive à un niveau acceptable.

Une trésorerie opulente peut-être définie comme une sorte de garantie aux tiers dans la mesure où elle assure à ceux-ci une plus forte probabilité d'être acquitté en cas de liquidation. En cas de situation d'illiquidité, l'entreprise peut parfois demander le rééchelonnement de sa dette dont le coût réside dans les difficultés de coordination entre les différents créanciers. Cependant, au moindre problème, les créanciers garanties et subsidiairement les créanciers privilégiés dans l'ordre de préséance préféreront la liquidation à la restructuration financière. La mise en œuvre d'une procédure de redressement judiciaire permet d'atténuer les comportements opportunistes défavorables à la firme et aux créanciers de dernier ordre. En fin de compte, la détention de trésorerie

croît avec le risque de faillite. Toutefois, rien ne dit que la détention d'un stock de trésorerie important pourrait permettre à la firme de repartir sur de bonnes bases alors même qu'elle a du mal à assumer tous ses engagements ; cette situation relève d'un paradoxe (Myers et Rajan 1995). Une liquidité importante des actifs d'une firme augmente sa capacité à disposer d'un montant important d'encaisse à court terme mais cela réduit aussi son aptitude à signaler son engagement crédible par une stratégie d'investissement qui protège les créanciers. En effet, si la trésorerie est définie comme un collatéral, on peut admettre que la firme la finance avec 100% de la dette. Dans ce cas, le stock est verrouillé et ne peut être cédé. Il y a donc une opposition entre la façon dont la trésorerie est constituée et la manière dont elle est financée ; l'agencement entre les deux comportements est la base de ce paradoxe.

La taille mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires, la volatilité du résultat d'exploitation, le cycle de trésorerie, le taux de marge, le taux de rentabilité des capitaux investis et le taux d'endettement sont présentés par John (1993) comme des variables de contrôle se justifiant par les motifs de transaction ou de précaution.

Le montant des actifs monétaires est directement corrélé avec la taille mesurée par le total du bilan (Frazer 1964). C'est le motif de précaution permet dans ce cas d'expliquer le plus faible taux de trésorerie par rapport au chiffre d'affaires obtenu par les grandes entreprises. Warner (1977) affirme que les grandes entreprises ont des cash-flows suffisamment diversifiés qui les rendent moins vulnérables au risque de faillite que les autres entreprises. Parmi les raisons évoquées pour justifier cet effet taille la difficulté d'accès aux marchés financiers est la plus plausible. Cette restriction de la part des prêteurs pousse les entreprises les plus petites à se constituer un volant de trésorerie[75]. Sur les données de Robert Morris et Associés (RMA) entre 1983-1987, Davidson et Dutia (1991) trouvent une relation positive entre la taille et les ratios de trésorerie. Deux

[75] Il semble cependant que les réformes du système financier français aient atténué ce phénomène puisque les effets de seuil sont désormais moins opérants et les relations de financement entre banques et entreprises ont notablement évolué.

facteurs sont susceptibles d'expliquer un plus faible taux de trésorerie pour les PME (Gupta 1969) : la disponibilité des ressources (rotation rapide des stocks, forte volatilité de la trésorerie, faible encaissement moyen par période) et la liquidité des ressources à court terme. Ce résultat est en contradiction avec les conclusions de Moss et Stine (1989) sur la même période qui ont trouvé une relation négative sur les données de la base Compustat. Sur des données françaises, l'encours moyen de titres de placement a énormément augmenté entre 1978 et 1985 d'une manière proportionnellement plus élevée chez les PME que chez les grandes entreprises mais il demeure néanmoins toujours plus faible dans les premières (Issoulie et Thomas-Rubine 1987). Les grandes entreprises semblent ainsi plus souvent que les PME, employer des ressources provisoirement ou durablement disponibles à l'acquisition de titres de placement (Cette 1983). Il semble en effet qu'il y ait eu une inversion du comportement des entreprises en matière de trésorerie puisque les grandes entreprises qui détenaient traditionnellement plus de trésorerie que les PME, en détiennent moins désormais (Koulayom 1996a 1996b). Les nouveaux produits de placement commercialisés par les banques, autrefois mieux adaptés aux besoins des grandes entreprises ont fini par être totalement standardisés.

La durée de financement du cycle d'exploitation décroît avec le taux de trésorerie. Un cycle très long conduit la firme à amputer une partie de sa trésorerie pour assurer son équilibre financier. Pour cette raison, il constitue une source nette de la liquidité qui n'est pas pris en compte directement dans la trésorerie.

De même, le résultat d'exploitation (ou le cash-flow) est un élément explicatif de la constitution des liquidités dont la liaison avec la trésorerie est négative. Pour des raisons de précaution, la trésorerie d'une firme augmente avec son risque représenté par la variabilité de son résultat d'exploitation. Toute politique financière ayant pour objet de fixer un niveau de liquidité affecte irréversiblement le taux de rentabilité de la firme. L'avantage associé à un taux de rentabilité bas est la réduction du risque. Toute décisio

de maximisation de la profitabilité devrait ainsi avoir un effet inverse sur la liquidité et vice versa. Les firmes qui sont sujettes à une grande volatilité de leurs liquidités maintiennent généralement un niveau de liquidité élevé (Petty et Scott 1980). Sur la base de l'analyse du risque, Walker (1964) montre que le niveau de risque qu'une firme assume varie en fonction des opportunités de gain et de perte. Lorsque qu'elle opte pour un risque important, elle peut tabler sur un taux de rentabilité important et employer ainsi plus de dette. L'accroissement du montant du fonds de roulement requis augmente l'efficacité des capitaux investis par une augmentation des profits. Les firmes peuvent le cas échéant utiliser la dette comme un substitut pour la détention de trésorerie. Par conséquent, les firmes qui ont un taux de marge et un taux de rentabilité des capitaux investis élevés ou un taux d'endettement très satisfaisant ont les moyens de garder un niveau de trésorerie relativement bas. Cette dernière relation est incompatible avec la théorie des coûts de transaction.

Les travaux portant sur ce champ de recherche ont en effet mis en évidence le comportement stratégique de l'entreprise décrit par des facteurs tels que la spécificité des actifs, l'incertitude et la fréquence des échanges. Le choix de la source de financement dépend, dans cette vision, du degré de spécificité des actifs que l'entreprise détient (Williamson 1988). Le financement par dette est réalisé lorsque les actifs à financer ont un degré de spécificité faible ; ceci s'explique par le fait que les créanciers conscients des risques de faillite qu'encourt l'entreprise demanderont un maximum de garantie[76]. Les actifs très liquides sont ainsi ceux qui permettront aux prêteurs de récupérer en cas de faillite ou de simple liquidation la plus grande partie de leurs créances. C'est pourquoi dans certain cas, l'entreprise a intérêt à détenir beaucoup de trésorerie. A l'inverse, les fonds propres seront privilégiés lorsque la liquidité des actifs est faible et ce, dans la mesure où ce type de financement n'est pas très contraignant. Il

[76]Williamson (1988) souligne qu'une firme avec des actifs spécifiques et des coûts de liquidation élevés a généralement recours à un investissement de type discrétionnaire ; la "redéployabilité" d'un actif est un déterminant important de sa valeur de liquidation.

s'agit en effet de titres reçus en application de contrats d'émission ne prévoyant ni d remboursement sur l'initiative du prêteur, ni de rémunération obligatoire. Or, une étud empirique sur données de la Centrale de Bilans de la Banque de France montre que le firmes qui disposent de beaucoup de trésorerie sont également celles qui ont les plu faibles taux d'endettement et vice-versa (Koulayom 1996a). Cela conforte en réalité l trésorerie dans son rôle d'engagement crédible (Baskin 1987). Au total, la trésorerie de entreprises est une fonction décroissante des différentes ressources de financement qu (autofinancement, augmentation de capital et emprunt) ; les entreprises les plu endettées sont aussi celles qui disposent des liquidités les plus faibles.

Pour Gupta (1969), le niveau de liquidité est une fonction décroissante du taux d croissance. Higgins (1977) suggère quant à lui une relation positive entre les besoins d trésorerie et la croissance définie par le pourcentage d'augmentation du chiffre d'affaire Lorsque la croissance du chiffre d'affaires est en dessous d'un certain seuil, la firme do choisir entre trois options données : distribuer des dividendes, réduire son endettemei ou accumuler de la trésorerie. Le choix d'une stratégie de détention de trésorerie fourn à la firme un moyen de financement pour les besoins de la croissance future. Toutefoi on peut parvenir à un meilleur contrôle de la croissance en recherchant des produi "vache à lait" qui permettront de générer un volume important de trésorerie r investissable automatiquement. En effet, certaines entreprises peuvent être victimes c leur propre croissance et sont parfois amenées à disparaître à la suite de crises c liquidité[77]. Dès lors, elles peuvent refuser la croissance (Collins 1974). Les matric d'analyse de portefeuilles d'activités du Boston Consulting Group (BCG), d'Athur I Little (ADL) et de McKinsey (McK) illustrent bien ces propos puisqu'elles montre qu'il y a une relation directe entre les besoins de trésorerie, le cycle de vie des produit la position concurrentielle et le taux de croissance.

[77]La contrainte de liquidité s'exerce plus fortement sur elles.
voir *infra*.

Il existe un niveau optimal de liquidité au niveau de chaque secteur (Gilmer 1985). Il est proportionnellement plus faible pour les secteurs qui ont un faible niveau d'investissement en actifs circulants. Ce résultat est confirmé par Foster (1986) qui montre au travers d'un échantillon d'entreprises industrielles de la base Compustat qu'il existe une différence statistiquement significative entre les différents secteurs de l'industrie. Le rythme de progression des encours de titres de placement évolue nettement en fonction du secteur d'activité (Issoulie et Thomas-Rubine 1987). L'analyse de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France fait apparaître un effet secteur. Sur données de la Centrale de Bilans du Crédit National, Fried et Gaudry (1988) montrent que la répartition par secteurs des entreprises classée selon le critère de détention de titres de placement semble indépendante du secteur.

Plus récemment avec la montée de la puissance des groupes, il semble que le facteur groupe devrait jouer un rôle important dans la formation de la trésorerie. Les filiales qui irriguent la trésorerie vers un point central devraient détenir moins de trésorerie qu'une simple firme indépendante. En revanche, la maison mère au travers notamment de sa filiale financière a le devoir de rassembler toutes les ressources du groupe pour les affecter d'une manière optimale aux entités qui en ont besoin ou au contraire de ponctionner celles qui possèdent des excédents.

2.2.2. Implications de la politique de trésorerie

Le risque encouru par rapport à la trésorerie est en général moins grand que celui encouru par la firme dans son ensemble. *A priori,* la constatation d'un niveau de trésorerie élevé à l'actif devrait affecter le calcul du coût de la dette et par conséquent du coût du capital.

La gestion de liquidité joue un rôle important dans la satisfaction des objectifs de maximisation de la richesse des actionnaires puisque la firme doit s'assurer qu'elle est capable de faire face à ses engagements et de financer à moyen et long terme ses activités (Kallberg et Parkinson 1993).

La stratégie de détention de trésorerie est une stratégie à part entière qui permet d'accroître les profits (Witmer et Gould 1994). Elle peut être traitée sous différents angles. D'une part, elle conduit à la résurgence de coalitions d'intérêt. D'autre part, elle fait l'objet de rivalités pour sa répartition ou peut jouer un rôle d'accélérateur dans la mise en œuvre des risques de conflits. Une trésorerie opulente crée des conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Le recours à l'endettement réduit les coûts d'agence entre ces deux parties prenantes et incite les dirigeants à être performants (Jensen 1986). Le niveau de liquidité optimal sera celui satisfaisant le besoin de transaction de la firme et annulant l'aversion du risque pour le dirigeant, des actionnaires et des prêteurs (Vatteville 1972).

En allant à contre courant des principaux résultats de la structure financière, Bhattacharya et Gallinger (1991)[78] montrent qu'en présence de coût de faillite, le stock de liquidités associé à une structure financière donnée peut conduire la firme à une valeur optimale. Pour ce faire, ils utilisent un modèle étendu de Modigliani-Miller pour simuler différentes situations types relatives à des combinaisons de dettes et de fonds propres. A l'aide d'une régression multiple dont les spécifications sont présentées ci-dessous, ils suggèrent l'existence d'un niveau de liquidité qui augmente la valeur de la firme compte tenu d'une interaction avec l'évolution de la structure financière.

78

$Y_i = b_{0i} + b_{1i}X_{1i} + b_{2i}X_{2i} + b_{3i}X_{1i}^2 + b_{4i}X_{2i}^2 + b_{5i}X_{1i}X_{2i} + e_i$

Y_1	valeur de la firme
X_{1i}	taux d'endettement
X_{2i}	indicateur de liquidité
$X_{1i}X_{2i}$	interactionentre le levier financier et la liquidité
e_i	terme d'erreur
b_{ij}	coefficient de régresssion de la variable j ou j allant de 1 à 5

L'optimisation de la richesse des actionnaires qui en découle, résulte d'une baisse de la menace de faillite, du coût de la dette et du coût des fonds propres[79].

Huberman (1984) explique qu'il existe une relation négative entre la valeur de marché des firmes et l'accroissement de leurs fonds ; l'objectif de la firme étant de maximiser la valeur actuelle nette de ses flux futurs[80]. Il tient compte dans son modèle de la disponibilité de la trésorerie et des facteurs liés à l'incertitude ; des bénéfices faibles sont associés à des liquidités faibles et paradoxalement à une diminution de valeur.

Il va sans dire qu'un excès trop important de liquidités risque de diminuer la valeur de la firme, s'il est accompagné d'une réduction de la profitabilité et du cash-flow. De ce fait, le coût de la dette s'accroît avec le levier financier[81] qui lui-même diminue avec le niveau de liquidité (Baskin 1987).

Fruhan (1979) explique que les firmes ayant beaucoup de trésorerie devraient se désendetter et placer leurs excédents en valeurs mobilières de placement. L'existence d'une hiérarchie des sources de financement[82] a été exposée par Myers et Majluf (1984) après que Myers (1984) en a défini les contours. Elle donne une préférence à l'autofinancement par rapport à la dette qui est elle même préférable aux fonds propres. Selon cette thèse, les entreprises qui génèrent des profits, remboursent par priorité leurs dettes et placent leurs excédents. En cas de pertes, elles vendent d'abord leurs titres de placement et diminuent leurs encaisses. Ces résultats ne sont pas incompatibles avec les hypothèses "béhavioristes" de Donaldson (1961) qui stipulent que les branches rentables d'une firme dégageant des excédents de trésorerie doivent assurer le financement des autres branches.

L'existence d'une trésorerie excédentaire augmente le risque de substitution d'actif et de sous-investissement relatifs aux relations entre les actionnaires-dirigeants et les

[79]Les coûts de faillite représentent une imperfection des marchés financiers qui ne peuvent pas être diversifiés par les investisseurs.
[80]Ses flux sont à l'origine de la constitution de la trésorerie.
[81]Notamment avec l'apparition de la dette risquée.
Voir : Myers (1977).
[82]Il s'agit de la théorie du "pecking order".

créanciers. Pour une valeur donnée, le choix d'un financement avec des liquidités internes aux dépens d'un financement par dette est un bon exemple de substitution d'actif. Pour Malécot (1992, p.10), le risque de substitution d'actifs augmente non seulement avec le taux d'endettement mais aussi avec la proportion des titres de participation et des valeurs mobilières de placement dans l'actif.

En s'endettant, les actionnaires-dirigeants sont tentés de choisir les investissements les plus risqués ayant pour objet d'opérer un transfert de richesses favorable (Jensen et Meckling 1976). Pour Myers (1977), la présence d'une dette risquée suffit à empêcher une émission d'actions destinée à financer des projets rentables. Il n'y a que les firmes disposant d'un stock de trésorerie important qui peuvent financer tous les projets à valeur actuelle positive. En situation d'information asymétrique, les dirigeants mieux informés sur les caractéristiques intrinsèques d'une firme peuvent aussi renoncer à une augmentation de capital pour financer des investissements à valeur actuelle nette positive qui n'auraient pour effet que de transférer une partie de la richesse des anciens actionnaires vers les nouveaux actionnaires (Myers et Majluf 1984).

La valeur d'une entreprise peut être considérée d'un point de vue stratégique comme la valeur actuelle des flux de revenus futurs et de la valeur nette présente des opportunités de croissance (Myers 1977) ; la structure de financement y est exposée comme le reflet des occasions de croissance de l'entreprise. Et on peut définir la trésorerie comme un des éléments clés de ce portefeuille d'options réelles. En somme, il s'agit de déterminer une valeur après prise en compte des avantages et des inconvénients procurés par la trésorerie. De même que les fonds propres[83] représentent une option d'achat sur les actifs d'une firme[84], la trésorerie peut être également considérée comme une option sur des opportunités d'investissements futurs.

[83] Les instruments de fonds propres correspondent à une vente d'actifs financiers.

[84] Il s'agit de la théorie des biens contingents qui assimile la valeur des fonds propres à une option d'achat. Elle limite la responsabilité des actionnaires à la seule valeur des actifs financiers si leur valeur liquidative est inférieure au prix de remboursement des dettes.

Lorsqu'ils sont détenus en excès, ils donnent à l'entreprise le droit de financer à tout moment des opportunités rentables ou des événements imprévus. Considérant la détention de trésorerie comme une allocation de ressources particulière, Levasseur (1979) propose un modèle de comportement efficace dans une perspective de gestion stratégique de la trésorerie. Dans un contexte de rationnement des capitaux, une entreprise qui détient de la trésorerie anticipe le financement éventuel d'opportunités rentables incertaines et/ou de la réalisation d'un risque imprévisible. La flexibilité financière qui en est déduite a une valeur réelle qui peut être théoriquement évaluée dans la mesure où la trésorerie permet à son détenteur d'éviter des coûts supplémentaires de financement ou tout simplement le dépôt de bilan. La trésorerie est donc un actif conditionnel qui apporte soit un avantage, soit des frais supplémentaires en fonction de l'apparition d'éventualités ; elle est fortement liée à l'incertitude.

La trésorerie doit permettre de saisir les opportunités d'investissements qui se présentent au fur et à mesure ; dans le cas contraire, il faut accepter de payer un coût supplémentaire qui réduit le gain espéré du projet et qui peut conduire à le rejeter.

2.2.3. Implications de la politique de dividende

Dès qu'il s'agit de dividende, l'entreprise est face à un dilemme : si elle met en réserve, elle sera moins dépendante de l'augmentation de capital et devra le cas échéant supporter une décote ; si elle distribue[85], elle améliore ses chances de pouvoir entreprendre une augmentation de capital dans de bonnes conditions. Dans la mesure où la distribution de dividendes diminue le volume de trésorerie détenu et que la rétention de bénéfices a un effet contraire, il est difficile de concevoir des stratégies indépendantes pour ces deux composantes de la politique générale que sont le dividende

[85]Une entreprise peut avoir intérêt à augmenter les dividendes dès lors qu'elle envisage de recourir au marché. Ce faisant, elle améliore son image de marque et augmente les chances de réussite de l'opération.

et la trésorerie. En fait, la question posée est celle de l'interaction entre la stratégie de détention de trésorerie et la politique de dividende[86]. Plusieurs thèses témoignent de l'ampleur des contradictions auxquelles les entreprises doivent faire face dans le cadre de leurs politiques de dividende et de trésorerie :

- la politique de dividende est neutre vis-à-vis de la valeur de l'entreprise lorsque les marchés financiers sont parfaits (Modigliani et Miller 1961)[87] ;
- les traditionalistes pensent qu'à l'inverse d'une mise en réserve, un taux de distribution élevé est suffisant pour augmenter la valeur de marché des fonds propres ;
- l'entreprise a vocation à suivre une politique de versement des dividendes stable dans le temps et pouvant dépendre des bénéfices antérieurs. Un ratio de dividende très élevé est beaucoup trop contraignant pour l'entreprise qui est tenue d'éviter qu'il ne baisse d'une période à l'autre à cause d'un effet négatif sur les marchés ;
- la considération d'un différentiel de taux d'imposition entre les plus-values de cession et les dividendes[88] amène Brennan (1970) à conclure que les entreprises ayant un ratio de dividende élevé seront moins valorisées par le marché.

Tous ces constats doivent être relativisés en fonction du contenu informatif du dividende dans un climat d'incertitude[89] et des classes de clientèle par rapport au niveau de rendement du dividende souhaité[90]. En outre, les entreprises pratiquent désormais une politique de lissage de distribution de leurs dividendes qui laisse penser que celles-ci doivent se préoccuper de plus en plus de l'évolution de leur flux de trésorerie. De c

[86] Le dividende est payé en espèces ou en actions (depuis la loi du 3 janvier 1983). Cette dernière forme de distribution est assortie d'un avantage fiscal.

[87] Rappelons que la perfection des marchés implique ici l'absence de contrainte de liquidité, une symétrie parfaite des informations et l'équivalence entre la fiscalité des plus-values et celle des dividendes. Il apparaît qu'un franc de dividende est équivalent à un franc de plus-value. Il n'est pas besoin que les actionnaires touchent des dividendes élevés (ou faibles) pour pouvoir disposer de plus de liquidités ; tout dividende est compensé par une baisse équivalente des cours.

[88] L'imposition des plus-values est plus favorable que celle des dividendes.

[89] La hausse du ratio de dividende peut être vu par les actionnaires comme un bon signal des perspectives d'accroissement de la valeur de l'entreprise.

[90] Il s'agit de l'effet clientèle ; les actionnaires ayant un taux d'impôt sur le revenu élevé préfèrent les entreprises avec un ratio de dividende sur cours faible et inversement pour les actionnaires ayant des taux bas.

fait, le choix d'une politique de trésorerie implique l'adoption de règles tactiques en matière de politique de dividende et réciproquement. Plus généralement, l'existence de ressources financières suffisantes s'explique par la présence d'opportunités d'investissement ou par la "discrétion managériale". Les conflits d'intérêt relatifs aux relations d'agence entre les dirigeants et les actionnaires pour le partage des flux de trésorerie générés créent des coûts d'agence qui sont proportionnellement plus faibles pour les entreprises à faibles opportunités d'investissement se trouvant dans des secteurs concurrentiels ou en déclin.

Les dirigeants ne sont pas réellement attachés au profit réalisé par la firme dont une partie est distribuée aux actionnaires sous forme de dividendes. Ils ont une nette préférence pour l'accroissement des flux de liquidités[91] tandis que les actionnaires sont très sensibles au rendement des actions (Donaldson 1963). Ces derniers ont un penchant pour les dividendes en espèces (Hakansson 1992). En effet, ce mode de paiement réduit le volume des ressources sous le contrôle des dirigeants et les rend plus sensible à la censure des marchés financiers.

En revanche, il se pose un problème d'agence lorsque les flux de trésorerie disponibles qui en résultent deviennent pléthoriques. Il s'agit du "free cash flow" défini comme le flux de trésorerie disponible en excès de ce qui est nécessaire pour financer tous les projets à valeur actuelle nette positive avec un coût du capital raisonnable (Jensen 1986)[92].

[91]Cette croissance est guidée par des motifs autres que la maximisation de la richesse des actionnaires c'est-à-dire en fonction des avantages qu'ils retirent de leur position dans l'organisation (rémunération monétaire ou non, éléments plus qualitatifs tels que le pouvoir, la situation sociale ou l'estime des pairs,...). Un financement de type interne donne plus d'autonomie aux dirigeants notamment lorsqu'il conduit à la baisse des dividendes. L'existence d'un marché du contrôle met en place une compétition entre les dirigeants en place et des dirigeants concurrents et incite les entreprises à privilégier les intérêts des actionnaires jusqu'à un certain niveau.

[92]Le modèle postule une gestion efficace de la part des dirigeants qui conduit à la génération de cash-flow pouvant se transformer en free cash-flow et déboucher sur une répartition inefficace. On est en présence d'un portefeuille de produits "vache à lait" qui dégage plus de liquidités que de besoin de financement. Le surplus qui en découle permet même le financement des autres produits "dilemmes" qui se caractérisent par des cash-flows négatifs. En fin de compte, s'il n'existe plus de projets rentables au sens propre du terme alors le free cash-flow prend du volume.

Ce montant qui devrait être distribué en totalité aux actionnaires, est gaspillé voire investi à un taux de rendement inférieur au coût du capital. La constitution d'un réservoir de trésorerie permet aux dirigeants d'en disposer dans le cadre du financement de leurs investissements discrétionnaires sans subir la pression exercée par les marchés financiers s'ils devaient solliciter des fonds externes[93]. Or, la dette permet de limiter le risque de "free cash flow" puisqu'elle oblige incidemment les dirigeants à se défaire de liquidités qu'ils n'auraient pas versées aux actionnaires sous forme de dividendes. La dette diminue les coûts d'agence entre actionnaires et dirigeants ; elle est un bon substitut au dividende.

Avoir trop de trésorerie peut être une bonne chose à condition que son détenteur ait des potentialités et des perspectives d'investissement intéressantes. Les firmes trésorerie excédentaire qui possèdent peu d'opportunités d'investissement dans leurs activités de base sont souvent tentées de poursuivre leur croissance en se diversifiant. Mais, il arrive qu'une trop forte diversification conduise à une diminution de la rentabilité (Chatterjee et Wernerfelt 1991). En outre, cela peut accroître la menace d'offres publiques d'achat qui obligent l'entité concernée à procéder des restructurations[94] (Gibbs 1993) ou à changer d'équipe dirigeante.

Au total, les divergences d'intérêt entre ces parties prenantes sont une source de gaspillage qui peuvent rendre les firmes vulnérables. Pour expliquer pourquoi certaines entreprises deviennent des cibles attractives d'opérations de restructuration, le ratio Q de Tobin[95] permet de rendre compte de l'importance des liquidités excédentaires

[93]Ceci est expliqué par le phénomène de la "sélection adverse".

[94]On peut recenser trois types de restructuration : les restructurations financières , les restructurations de portefeuilles d'activités et les restructurations opérationnelles.

[95]Plus généralement, le ratio Q de Tobin est utilisé pour explorer les canaux au travers desquels les variables financières et monétaires affectent les comportements réels des agents économiques. Pour ce faire l'investissement en capital fixe est mis en relation avec le ratio de la valeur marchande de la dette et des fonds propres sur le coût de remplacement des actifs. Ce rapport permet d'appréhender l'aptitude d'une entreprise à se créer des opportunités d'investissement rentables. Celle-ci a intérêt à investir quand son Q de Tobin est supérieur à l'unité et à arrêter d'investir dans le cas contraire. Mais, il faut admettre que son pouvoir explicatif est généralement fonction du secteur d'activité.
Voir : Tobin (1969).

notamment lorsqu'il est comparé au flux de trésorerie disponible (Lang , Stulz et Walking 1991).

Si le Q de Tobin permet de traduire en quelque sorte les performances des managers et le cash-flow, l'étendu de leur pouvoir discrétionnaire, on peut mettre en évidence quatre types d'entreprises :

- les entreprises à fort ratio Q de Tobin et fort cash-flow ;
- les entreprises à fort ratio Q de Tobin et faible cash-flow ;
- les entreprises à faible ratio Q de Tobin et fort cash-flow
- les entreprises à faible ratio Q de Tobin et faible cash-flow.

Les firmes à faible ratio Q de Tobin et fort cash-flow devraient distribuer des dividendes à leurs actionnaires plutôt que de faire des acquisitions qui auraient pour finalité de diminuer leur richesse.

2.2.4. Investissement et contrainte de liquidité

Pour la théorie néoclassique, ce sont les facteurs prix et technologie qui déterminent le niveau de capital désiré par une firme[96]. Or, des études récentes montrent que l'asymétrie d'information entre les individus peut affecter le processus de financement des investissements et ce, d'autant plus qu'une firme ne peut pas obtenir à tout moment les financements dont elle a besoin pour un investissement quelconque[97]. Dans le cas contraire, le niveau de trésorerie optimal devrait être nul.

[96]Ces travaux sur les investissements sont fondés sur la théorie néoclassique de l'accumulation optimale du capital. Ils négligent en effet le fait que les investissements peuvent être contraints par les financements (de type interne ou externe) que l'entreprise génère.
Voir : Jorgenson (1971)

[97]Le modèle néoclassique rejette l'importance des variables financières dans l'explication de l'investissement.
Voir : Jorgenson (1971)

L'incertitude engendre la nécessité de se constituer des réserves de liquidités, notamment en raison des conflits d'intérêts entre les parties prenantes de la firme. Par exemple, l'existence d'asymétrie d'information sur la qualité des prêts peut conduire au rationnement du crédit (Stiglitz et Weiss 1981)[98]. Jensen et Meckling (1976) invoquent l'argument du "hasard moral" pour expliquer les coûts d'agence de la dette.

En effet les firmes qui ont un niveau d'endettement très élevé optent généralement pour des projets d'investissement très risqués[99]. C'est la disponibilité du capital et non son coût qui détermine le niveau d'investissement (Greenwald, Stiglitz et Weiss, 1984). Des études ont montré l'existence d'une relation entre l'investissement et les variables financières qui se traduit en définitive par la persistance de la contrainte de liquidité (Fazzari et Mott 1987). C'est le cas des flux de trésorerie et des frais financiers qui ont un pouvoir explicatif important dans les décisions d'investissements (Fazzari et Athey 1987). En explorant les liens empiriques existant entre la structure financière des entreprises et l'investissement, Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991) arrivent à la conclusion selon laquelle la liquidité mesurée par la disponibilité des fonds internes est un déterminant important de l'investissement en présence d'information incomplète.

Si les dirigeants sont mieux informés que les investisseurs sur les perspectives de la société[100] alors le risque des actions est sous-estimé de sorte que le coût des financements externes s'en trouve augmenté (Myers et Majluf 1984). Dans tous les cas, il sera plus intéressant pour la firme de financer l'investissement avec des fonds internes.

L'une des premières études qui a étudié le lien entre la liquidité et l'investissement est celle de Meyer et Kuh (1957). Ses conclusions confirmées ensuite par Donaldson (1961) ont conduit à de nombreuses critiques parmi lesquelles celle qui concerne l'interférence entre la liquidité et la profitabilité de l'investissement. Par exemple, le cash-flow est un

[98]Dans cette situation, les emprunteurs qui veulent des prêts à des taux relativement faibles par rapport au coût du capital n'obtiendront pas de financement.

[99]Il est en effet dans l'intérêt de la firme de choisir les projets d'investissement les plus risqués et de la banque de financer les projets les moins risqués.

[100]C'est la traduction de la "sélection adverse".

important prédicteur de l'investissement mais est souvent vu comme un bon indicateur des opportunités d'investissement (Gilchrist et Himmelberg 1995).

Dans la mesure où les petites entreprises ont un accès limité aux marchés financiers, leurs décisions d'investissements sont plus sensibles à la contrainte de liquidité que celles des grandes entreprises (Audretsch et Elston 1994). Pour Whited (992), les entreprises de petite taille avec des actifs peu liquides ont un accès limité au marché de la dette qui les poussent à allouer leurs investissements d'une manière intertemporelle, comme si elles avaient un taux d'actualisation très élevé. Il ajoute que la liquidité permet non seulement d'augmenter les options futures d'investissement de la firme mais aussi de réduire les coûts de tous les projets futurs. Si les entreprises ne peuvent pas emprunter pour exploiter leurs capacités à réaliser des profits, celles qui disposent de ressources financières substantielles sont mieux placées que les autres pour assurer leurs performances et par conséquent leur pérennité.

Des entrepreneurs contraints par le niveau de leurs liquidités seraient-ils plus sensibles au risque de faillite que ceux qui ne le sont pas ?

C'est ce que Hotz-Eakin, Joulfaian et Rosen (1994) s'efforcent de montrer à partir d'un échantillon de 1892 entrepreneurs américains déjà propriétaires en 1982 et ayant reçu un capital en héritage. Parmi les options qui s'offrent à ces individus, la faculté de rester chef d'entreprise trois ans après, croît avec le montant du capital reçu ainsi que des disponibilités financières[101]. De ce fait, leurs performances financières en dépendent. Ce résultat est compatible avec les travaux de Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) qui soutiennent que l'imperfection des marchés financiers joue un rôle important dans la formation du capital des sociétés.

Himmelberg et Petersen (1994) s'intéressent plus précisément aux dépenses en matière de recherche et développement et soutiennent que le coût excessif des fonds externes conduit les firmes à être contraintes par leurs liquidités. Dans ce cas le cash-flow est un

[101] Les autres alternatives sont la transformation en structure défiscalisée (en anglais "S corporation"), la recherche d'un emploi et la retraite anticipée.

facteur explicatif important des dépenses d'investissement. En outre la relation entre les contraintes de financement et l'investissement dépend des types d'entreprises. La liquidité devrait avoir une plus grande influence sur l'investissement pour les firmes à niveau de dividende faible que pour les firmes à niveau de dividende élevé (Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988)[102] ; la trésorerie fournit aux entreprises un coût faible de leurs sources de financement des investissements d'autant qu'elles doivent payer une prime pour obtenir des fonds externes.

Ainsi, de telles firmes accumulent de la trésorerie car elles ont une souplesse financière qui permet de réduire la sensibilité des investissements aux fluctuations du cash-flow. Si les dirigeants savent qu'ils ont à payer une prime pour obtenir un financement externe, ils devraient accumuler un stock de liquidités quand le cash-flow est élevé. Ceci permet de constituer des garanties pour l'obtention de nouveaux emprunts.

Whited (1992) a prolongé l'étude de Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) en montrant que les firmes ayant un endettement important, ont une forte relation entre le niveau de leur cash-flow et leur investissement. D'une manière générale, l'aisance de trésorerie a un impact positif sur l'investissement (Malécot et Hamon 1986). Enfin, la contrainte de liquidité peut être affectée par le comportement des entreprises en matière de prix (Chevalier et Scharfstein 1995). L'accumulation de liquidités notamment par la capitalisation de flux de trésorerie permet notamment de réunir les conditions d'une bonne politique d'investissement. Dans le cas contraire, la dette permet de pallier l'insuffisance de ressources financières internes dues à un versement élevé de dividendes ou à la réalisation de faibles bénéfices.

A partir de tous les travaux qui se placent soit dans le sillage de la théorie de la préférence des sources de financement de Myers et Majluf (1984), soit dans celui de l'hypothèse de "free cash flow" de Jensen (1986)[103], Vogt (1994) propose un modèle

[102] Il s'agit de l'influence des décisions d'investissement sur les décisions de financement.
[103] Il s'agit de la trésorerie en sus de son objectif de trésorerie nécessaire aux investissements rentables. Voir *supra*.

d'intégration des variables financières pour expliquer l'investissement des entreprises. Selon ce dernier auteur, les relations entre le cash-flow et les dépenses d'investissement sont très fortes à deux égards :

- la probabilité d'existence de "free cash flow" est plus forte dans les grandes entreprises qui distribuent peu de dividendes et qui investissent dans leurs systèmes productifs ;
- l'asymétrie d'information conduit les petites entreprises qui distribuent peu de dividendes et qui investissent moins dans leurs systèmes productifs à une préférence pour le financement interne.

D'après Oliner et Rudebush (1992), la structure de l'actionnariat peut affecter la relation entre le cash-flow et l'investissement. Par exemple, la valeur des firmes ayant un volume non négligeable de "free cash flow" qui entreprennent des investissements devrait avoir des performances négatives. Pour Worthington (1995), il existe en effet une corrélation positive entre le cash-flow et les dépenses d'investissement qui est forte dans les industries de biens d'équipement.

Carpenter (1993) quant à lui, s'attache à la relation entre structure financière et investissement pour tester le phénomène de "free cash flow" ; ses résultats permettent de vérifier que les firmes qui se restructurent en remplaçant un montant important de leurs fonds propres externes avec de la dette devraient procéder à des investissements beaucoup plus volumineux que les autres.

Par ailleurs, la valeur des firmes qui entreprennent des investissements avec du cash-flow discrétionnaire obtiennent en moyenne des performances négatives (Strong et Meyer 1990). Il semble enfin que lorsque le lien entre cash-flow et investissement existe, son impact est plus important pour les plus grandes entreprises (Devereux et Schiantarelli 1990).

* *
*

En tout état de cause, l'évaluation de la liquidité et des services qu'elle rend dépendent du contexte propre à chaque entreprise et ce, dans un cadre d'ajustement qui peut s'étendre jusqu'à la mise en œuvre d'une stratégie spécifique. La trésorerie peut être définie comme :

- un actif conditionnel représentant une option donnant droit à des investissements futurs ;
- un élément du portefeuille de l'investisseur ;
- un investissement qui génère du cash-flow implicite ;
- un collatéral pour les créanciers.

En tant que variable endogène, la trésorerie dépend d'un grand nombre de variables ; elle est le reflet de la richesse des entreprises et de leur processus de développement économique et financier[104]. La mise en œuvre de la réforme des marchés financiers durant ces dernières années, a notablement modifié la frontière traditionnelle entre la monnaie et les titres de placement. Les possibilités de subtituabilité entre les actifs monétaires et certains actifs financiers qui en résultent suggèrent d'attaquer le problème de la trésorerie à partir de la notion de liquidité. Ce constat de rapprochement entre les actifs financiers est d'autant plus frustrant qu'il rend inopérants les modèles de gestion optimale de l'encaisse et suggère une nouvelle façon de voir la théorie de la préférence pour la liquidité. En effet, cette préférence formulée par chaque entreprise est unique.

Le concept de liquidité, bien que clairement identifié dans l'esprit des auteurs, reste un concept abstrait qui suffit à montrer l'impossibilité de gestion de la trésorerie en fonction des différents motifs de détention. Par conséquent, la théorie des portefeuilles fournit un cadre intéressant pour l'analyse du comportement des entreprises en matière de

[104]En période d'inflation, il vaut mieux assurer le fonctionnement de l'entreprise avec un minimum d'encaisse.

trésorerie. La détention de trésorerie ne se justifierait que parce qu'elle conduit à la réduction du risque non diversifiable de la firme.

L'analyse de la trésorerie au travers de la théorie de la structure financière et de la politique de dividende oriente en effet l'évaluation des performances vers une jonction entre le coût de la dette et le rendement implicite des actifs de trésorerie.

En tant que véritables propriétaires de la trésorerie excédentaire, les actionnaires peuvent contraindre les dirigeants à abonder dans leur sens, c'est-à-dire à avoir à l'esprit l'optimisation de la valeur actuelle nette des projets d'investissements. La logique implique de penser qu'en cas d'épuisement des projets rentables et en l'absence prolongée d'opportunités, la trésorerie doit être redistribuée aux actionnaires. Dans le cas contraire, ceux-ci ne sont pas forcément lésés car il peut y avoir irruption d'un mode de gouvernance dont la finalité est d'assurer *ex-ante* une régulation des structures de pouvoir.

En effet, si la firme détient des actifs très liquides en quantité excédentaire en dépit du coût de la dette, c'est qu'il doit sans doute exister un rendement implicite. L'entreprise est-elle sujette à une "présomption de culpabilité" touchant directement la part de trésorerie en excès de ce qui est nécessaire pour financer les investissements rentables ?

En tout état de cause, l'existence d'une structure financière optimale suggère que l'entreprise devrait maintenir un coût du capital et un niveau de liquidité bien définis pour trouver éventuellement de nouveaux actionnaires et de nouveaux prêteurs afin de financer les opportunités d'investissement. Il en découle que l'accumulation de liquidités sans raison apparente peut nuire aux relations de confiance qu'entretient l'entreprise avec ses actionnaires puisque la constitution de réserves doit être justifiée par des investissements rentables. De plus, le prêteur n'est pas totalement insensible au comportement de trésorerie de l'entreprise puisqu'il va ajuster ses exigences en fonction de la liquidité de celle-ci.

Pour être plus précis, on doit s'interroger également sur les relations qu'entretiennent la trésorerie et la politique d'investissement ; les entreprises subissent des contraintes de liquidité qui peuvent avoir un effet dévastateur sur leur processus de développement. Dans la mesure où une entreprise qui cherche à financer des opportunités d'investissement ne peut pas accéder à tout moment aux financements dont elle a besoin, elle devient l'otage des apporteurs de liquidités et doit se soumettre à leur discipline.

Après avoir parcouru une série de théories économiques et financières ayant pour objet d'expliquer le phénomène de détention de trésorerie, on va construire un cadre théorique du comportement des entreprises en matière de trésorerie. Pour ce faire, on va retenir une conception précise de la fonction de trésorerie issue du premier chapitre et élaborer des hypothèses de recherche permettant d'expliquer pourquoi les entreprises détiennent de la trésorerie excédentaire malgré le coût de la dette. *A priori,* il s'agit d'étudier le pouvoir explicatif de la trésorerie dans l'évolution de la politique financière.

Chapitre 3 : Vers une théorie de la trésorerie

Sous l'impulsion de la mondialisation des marchés financiers et des marchés des biens et services, le montant de la trésorerie des sociétés a considérablement augmenté au cours de ces dernières années, à tel point qu'elles dégagent, pour certaines d'entre elles, des excédents de financement[105]. Ce comportement est un fait marquant de l'évolution de l'économie en proie à une plus grande incertitude. En outre, il a récemment posé un problème à l'économiste d'entreprise.

Comment les outils et les méthodes d'analyse financière peuvent-ils être modifiés pour mieux refléter la situation financière réelle des entreprises industrielles ayant une stratégie de détention de trésorerie très marquée ?

Aucune réflexion académique n'a été engagée pour répondre à cette question. Les firmes bien entendu utilisent des notions issues d'une expérience du terrain. De prime abord, elles ont traduit intuitivement en indicateur le comportement de détention massive de leur trésorerie qu'il aurait été difficile de discerner au travers d'outils d'analyse traditionnels. Ainsi, plusieurs entreprises et groupes utilisent la notion d'endettement net pour atténuer l'ampleur du phénomène qu'il convient en effet de relativiser[106]. Mais la réalité conduit tout chercheur à s'interroger sur la nature même du comportement.

[105]On considère la trésorerie comme l'ensemble des actifs liquides sachant que la modernisation des marchés financiers a fait disparaître la frontière entre actifs monétaires et placements à court terme. En somme, la trésorerie est l'ensemble des ressources immédiatement disponibles d'une entreprise (caisse, comptes courants, valeurs mobilières de placement) qui lui permettent de faire face à ses dépenses et de conserver temporairement des liquidités pour divers emplois ; elle est un stock de monnaie et de titres de placement à court terme.

[106]Il n'existe pas en finance d'entreprise de littérature cohérente et abondante sur l'endettement financier net à l'exception de Vernimmen (1976), Pène et Husson (1981), Bardos et Leffiliatre (1994). Si on se réfère aux index des principaux ouvrages universitaires de gestion financière en France, cet indicateur financier n'est pratiquement jamais cité. Cela ne veut pas dire qu'il n'est pas pertinent puisque c'est un indicateur qui est devenu usuel dans les rapports d'activité, les rapports de gestion et les communiqués de presse des moyennes et grandes entreprises. Ceci offre un exemple de la déconnexion entre la recherche académique et les pratiques professionnelles dont souffrent les Sciences de Gestion.

Est-il alors possible de développer une théorie de la trésorerie ? Cette question a été au centre de nombreux débats entre les professionnels et les universitaires mais n'a donné lieu qu'à peu d'écrits. A cause de cette pénurie, il est généralement admis par les financiers qu'il n'existe pas de théorie de la trésorerie ou que si une telle théorie existe, elle n'est pas applicable. Les nombreux travaux de recherche portent généralement sur la gestion de trésorerie, c'est-à-dire sur les outils permettant au trésorier d'assumer sa fonction qui est, selon Gallinger et Basil-Healey (1991, p.6), l'allocation des ressources liquides pour le paiement des obligations dues et pour les divers investissements qu'implique l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. A une époque d'incertitude persistante où les entreprises détiennent de plus en plus de trésorerie dans leurs bilans malgré le coût de leurs dettes, les motivations théoriques du rôle de la trésorerie dans leurs développements reviennent au goût du jour. L'analyse de la littérature économique et financière révèle l'existence de développements théoriques fragmentaires sur la trésorerie. Le processus de sa formation en a été un point central. L'étude de sa valeur explicative a été par contre moins raffinée et appelle un développement plus approfondi.

Ce chapitre vise, à montrer à travers l'élaboration d'hypothèses théoriques, comment la trésorerie des firmes peut jouer un rôle important dans le cadre de leur politique financière. Les firmes étudiées détiennent une trésorerie excédentaire.

3.1. Cadre conceptuel

3.1.1. Courants de pensée

En dépit de l'intérêt qu'ont porté les professionnels et le monde académique à la problématique de la trésorerie, il existe peu de contributions théoriques portant sur le

thème de la trésorerie et de la politique financière de l'entreprise. La théorie de la gestion de trésorerie est inexistante ou traite des instruments de placement à court terme (McStancil 1964) ; la gestion de trésorerie apparaît comme un ensemble de techniques. En cela, il semble que la trésorerie n'a jamais été incorporée dans le projet global de la théorie de la finance d'entreprise dont Modigliani et Miller (1958) ont posé le premier édifice dans une perspective de maximisation de la richesse des actionnaires. Pour s'y être intéressés, Brealey et Myers (1991, p.923) constatent l'absence d'une théorie de la liquidité qui expliquerait pourquoi on ne peut pas traiter efficacement tous les problèmes liés à la gestion du fonds de roulement.

Certains travaux ont tenté de définir la trésorerie de manière élaborée : par exemple, pour Levasseur (1979), la flexibilité qu'elle confère à l'entreprise a un prix qu'il évalue par la théorie des options. Myers (1977), quant à lui, met en évidence le concept d'opportunité de croissance qui peut être étendu à la trésorerie. Au même titre que la dette, le choix d'un niveau de liquidité, de flexibilité et de sécurité peut être source de conflits entre les dirigeants et les actionnaires ; la valeur de la firme est définie comme la somme de la valeur actuelle nette des flux de revenus futurs et des opportunités de croissance. La dette accroît nécessairement le risque d'une insuffisance de trésorerie, même si ce risque existe en l'absence d'endettement. D'après Myers (1984), les entreprises qui réalisent un surplus paient en général leurs dettes et placent leurs excédents. Dans le cas contraire, elles vendent d'abord leurs titres de placement et réduisent leurs encaisses.

Cependant, l'impressionnante littérature sur la structure du capital a souvent mis de côté l'influence du solde de la liquidité sur la valeur de l'entreprise. Bhattacharya et Gallinger (1991) montrent qu'il existe un niveau optimal de liquidité qui permet de maximiser la valeur de la firme pour une structure financière donnée. En effet, il existe une relation

négative entre la valeur de marché des firmes et leurs activités de fonds ; des faibles bénéfices sont associés à des liquidités faibles et paradoxalement à une diminution de valeur (Huberman 1984).

Plus récemment, la théorie des coûts de transaction a suggéré que le caractère de "redéployabilité" de la trésorerie puisse accroître les performances de l'entreprise en cas de liquidation (Williamson 1988). En règle générale, plus les firmes liquides ont des opportunités d'investissement, plus elles sont incitées à investir. La liquidité des actifs est également traitée dans la théorie comme un élément d'augmentation de la capacité d'endettement et de diminution du risque de faillite. De ce fait, Shleiffer et Vishny (1992) expliquent pourquoi les entreprises peu liquides sont peu attractives et ont, par conséquent, des valeurs de liquidation très faibles. Le paradoxe de la liquidité réside dans le fait qu'un niveau de liquidité important engendre une capacité d'endettement conséquente qui implique à son tour un risque de faillite important dans la mesure où la firme est fortement incitée à utiliser les moyens de financement dont elle dispose. Parmi les actifs les plus visibles qui peuvent servir l'exécution d'un engagement crédible de la firme, Porter (1980) cite les excédents de liquidités. Ceux-ci donnent un certain avantage à la firme car ils permettent d'engager rapidement des représailles face à des manœuvres offensives des concurrents dans le cadre d'une stratégie défensive.

La politique de dividende entreprise par la firme peut aussi être influencée par son comportement en matière de trésorerie. En présence d'opportunités d'investissement rentables, l'entreprise opte grossièrement pour une politique de rétention des bénéfices lorsqu'elle choisit la voie d'une croissance autofinancée. Dans le cas contraire, elle opte pour une politique de financement centrée sur l'endettement ou l'augmentation de capital. Plusieurs opinions témoignent de l'ampleur des contradictions auxquelles les entreprises doivent faire face dans le cadre de leur politique de financement et de

dividende. Ainsi, un des nombreux résultats de la littérature empirique montre que les gestionnaires penchent pour un niveau maximum de flux de liquidités contrairement aux actionnaires qui s'intéressent plus aux profits et aux dividendes (Donaldson 1963)[107]. Les créanciers sont des agents qu'on classe à part. En effet, ils ne s'intéressent qu'au remboursement de leurs créances et sont très sensibles au risque de faillite de l'entreprise. Cherchant à élucider l'énigme du gaspillage de trésorerie dans les entreprises, Jensen (1986) a mis en évidence la présence de "free cash-flow"[108], véritable facteur d'incitation au renouvellement de l'équipe dirigeante par le biais d'opérations de prises de contrôle. L'entreprise en croissance a des besoins de trésorerie très élevés, sa trésorerie augmente avec le niveau de son activité mais, elle génère peu de cash-flow disponible.

La théorie de la finance d'entreprise organisée autour de la controverse de la neutralité de structure financière sur la valeur de l'entreprise a, dès l'origine, ignoré l'existence de la contrainte de liquidité dans les entreprises puisque la firme est supposée avoir tous les financements qu'elle souhaite à tout moment (Modigliani et Miller 1958). Alors que les premiers travaux théoriques se sont raccrochés à des notions proches de celle de la trésorerie "zéro", les recherches sur la contrainte de liquidité sont plus récentes. Elles montrent par exemple, que l'investissement des petites entreprises est plus sensible à la contrainte de liquidité que celles des grandes entreprises (Audretsch and Elston 1994). L'insuffisance des fonds propres peut affecter notablement le développement et la

[107]Les dirigeants sont intéressés par la flexibilité et la sécurité de l'entreprise. Ils sont incités à privilégier la croissance de leur entreprise au-dessus de la taille optimale parce que la croissance augmente le volume des ressources passées sous leur contrôle.

[108]Il s'agit du cash-flow en excès après le financement de tous les projets à valeur actuelle nette positive avec un coût du capital raisonnable. Le cash-flow est une ressource interne dégagée par l'activité d'une entreprise au cours d'une période de référence. Il est constitué de la différence entre les produits encaissables et les charges décaissables. Il n'est pas égal au solde de trésorerie qui contient les fonds réellement entrés ou sortis de caisse et qui dépend ainsi d'un nombre élevé de variables dont certaines sont le reflet de l'activité de l'entreprise (ventes, achats, crédits clients, crédits fournisseurs) et d'autres plus directement liées aux aspects purement stratégiques et financiers (investissement, endettement, fonds propres).

croissance des entreprises en provoquant leur défaillance. De ce fait leur survie voire leur performance financière, est conditionnée par la maîtrise de la contrainte de liquidité (Hotz-Eakin, Joulfaian et Rosen 1994).

En présence d'information asymétrique, la liquidité est un déterminant essentiel de l'investissement (Hoshi, Kashyap et Scharfstein 1991). Les firmes qui entretiennent de fortes relations avec leurs banques sont de ce fait moins sensibles à la liquidité que les autres firmes. Pour Fazzari, Hubbard et Petersen (1988), les entreprises qui payent peu de dividendes sont celles dont les investissements sont les plus sensibles à la liquidité. En fin de compte, l'incertitude, qui pèse de plus en plus fortement sur les entreprises du fait du climat de crise économique, de l'agitation monétaire et de la concurrence internationale, pousse les entreprises à se doter d'une trésorerie importante afin d'avoir une flexibilité suffisante. Vogt (1994), quant à lui, a proposé un cadre d'analyse des relations entre investissement et trésorerie qui intègre deux champs de recherche distincts : le thème de la contrainte de liquidité pour l'investissement d'opportunité et le thème de l'investissement discrétionnaire pour le "free cash flow".

La première théorie explicite de la liquidité apparaît, en effet, en économie avec les travaux de Keynes (1935, 1937) relatifs à la théorie monétaire de la préférence pour la liquidité. Elle explique la détention de trésorerie par les quatre motifs idiosyncrasiques que sont la transaction, la précaution, la spéculation et le financement. Par la suite, l'idée de transposer un modèle de gestion des stocks à la gestion de la trésorerie marque le point de départ de la réflexion des recherches en gestion financière à court terme sur le montant optimal d'encaisse à détenir (Baumol 1952, Tobin 1956, Miller et Orr 1966). Tous ces développements montrent finalement que l'évaluation des services que rend la liquidité des actifs est au cœur du processus de trésorerie. Cependant, ils ont failli en ce qui concerne la détermination de leurs programmes de recherche.

Levasseur (1979) constate, en effet, l'insuffisance des modèles de gestion optimale de l'encaisse qui ne permettent pas d'intégrer une vision stratégique de la trésorerie. Ceux-ci s'intéressent davantage à la minimisation du coût de détention de la composante encaisse de la trésorerie ou à la maximisation des produits de sa composante titres de placement. Or, il apparaît que l'objectif de ces premiers modèles explicites du comportement de trésorerie est incompatible avec celui de la maximisation de la valeur de la firme (Morris 1983). Ceci est d'autant plus vrai que la trésorerie est prise dans un sens très large, comme étant la somme des disponibilités et des titres de placement à court terme. Tout comme n'importe quel stock, la détention de trésorerie présente ainsi des avantages dus à un risque de rupture et des inconvénients consécutifs à une perte d'opportunité. Tous ces travaux fournissent des interprétations parcellaires du comportement de détention de trésorerie de la firme. En effet, ils se sont attachés à la minimisation des coûts de gestion de trésorerie qui peut aller à l'encontre d'un objectif plus vaste de maximisation de la valeur de l'entreprise.

Dans la théorie du portefeuille (Markowitz 1959), la trésorerie n'a pas non plus de raison d'être car la valeur de la firme est déterminée comme si la firme était liquidée en fin de période et les résultats distribués aux actionnaires. Dans cette vision des choses, l'investisseur est indifférent à la liquidité de l'entreprise dans ses choix de portefeuille. Cette théorie a permis par la suite à Morris (1983) de décrire la trésorerie comme une valeur de portefeuille dont la finalité est de diminuer le risque systématique de l'investisseur. En définitive, la liquidité est une contrainte à la fois pour l'entreprise et pour l'investisseur.

3.1.2. Fonction objectif de la fonction de trésorerie

La modernisation du système financier français dans le sillage des places financières anglo-saxonnes a favorisé l'apparition d'une fonction de trésorerie utile à la sauvegarde des activités de l'entreprise. En effet, la trésorerie est de plus en plus considérée comme une variable stratégique (Banque de France 1988). Le passage d'une économie d'endettement, caractérisée par le financement bancaire, à une économie de marché[109], privilégiant les marchés financiers, modifie notablement la vision des entreprises quant à la contrainte de liquidité. Le nouveau système financier a ainsi favorisé le développement des techniques modernes de gestion de trésorerie[110] à tel point que les entreprises ont augmenté le poids des actifs de trésorerie dans leur bilan. Les entreprises en bonne santé sont dorénavant moins vulnérables aux crises de trésorerie parce que la palette et les possibilités d'accès à différents types de financement se sont élargies. Près d'un tiers des entreprises françaises sont caractérisées par leur comportement marqué en matière de placement à court terme (Fried et Gaudry 1988). Les règles du jeu de l'économie ont été modifiées dans le sens d'une plus grande compétitivité. Dans une de leurs contributions majeures à la longue littérature sur l'intermédiation financière en France, Castel et Ullmo (1991, p.41) affirment : *Nouvelles technologies, innovations financières et déréglementation se sont en effet conjuguées avec une profonde transformation des données de politique macro-économique pour que les*

[109]En conséquence, la relation banque-entreprise se caractérise aujourd'hui par un développement des pratiques issues de la banque "à l'acte" au détriment de celle de la banque de relation. Avant la loi bancaire de 1984, les entreprises entretenaient des relations très fortes avec des banques "leaders" qui, de ce fait, exerçaient une domination incontestable. Désormais, les firmes peuvent mieux faire jouer la concurrence entre leurs partenaires.

[110] Le problème de la trésorerie conduit à se soucier à la fois de la gestion des moyens financiers (négociation et contrôle des conditions bancaires, politique de placements, gestion à court terme et à long terme de la liquidité, couverture des risques de taux et de change,...), de la gestion administrative de ces moyens et de la réalisation d'opérations périphériques (crédit management, couverture des risques matières,...).
Voir : Rapport d'étude de Bossard Consultants et de la Banque Hervet publié dans la Correspondance Economique du 5 Janvier 1994.

B. U. DAUPHINE

comportements des agents non financiers et le rôle et le fonctionnement des systèmes financiers se soient notablement transformés.

La structure type des actifs des entreprises françaises a ainsi changé, notamment sous l'effet des innovations financières. La conjoncture a amplifié le phénomène par le biais de la fluctuation des taux d'intérêt et de la variation du cycle économique. Certaines entreprises atypiques, en particulier les grandes entreprises, peuvent avoir intérêt, à court terme, à privilégier une activité financière bénéfique du fait d'un contexte favorable (technicité des trésoriers, technologie, variété des instruments de trésorerie, évolution de la courbe des taux, etc.). Mais cette activité ne saurait se substituer durablement à l'activité économique habituelle[111]. Compte tenu de ces éléments, beaucoup de théoriciens s'interrogent aujourd'hui sur l'effet d'éviction de la sphère réelle par la sphère financière. Sans remettre en cause le lien logique entre marchés des biens et marchés financiers, beaucoup de travaux rejettent l'hypothèse d'arbitrage entre investissements physiques et investissements financiers[112]. Dès lors, la fonction de trésorerie a pris une place importante au sein d'une fonction financière plus forte. La prégnance de nouveaux types de risques de marché nécessite l'établissement d'un dispositif de gestion très technique ayant pour objet de parvenir à leur immunisation. Pour le trésorier prudent et avisé, agissant dans l'intérêt de l'entreprise, la finance n'est pas son métier (Mio 1989)[113] mais il serait absurde qu'il se prive de saisir des opportunités qui se présentent à lui. De ce fait, une politique de placement plus ou moins agressive pour réaliser absolument des gains à plus ou moins brève échéance n'est acceptable qu'à court terme. *Dès lors, le but de la gestion de trésorerie à long terme est*

[111] Il se peut, en effet, qu'à court terme, comme le souligne le rapport du Conseil National du Crédit de 1989, les entreprises aient trouvé intéressant de s'endetter à long terme pour placer à court terme. Ceci est particulièrement vrai pendant les périodes d'inversion de la courbe de la structure des taux.

[112] Voir : Epaulard et Szpiro (1991), Bardos (1993), Cette (1983).

[113] Certaines entreprises vont sur les marchés pour faire l'apprentissage des techniques de trésorerie et établir des réseaux de communication de manière à avoir les moyens techniques et informationnels d'y accéder en cas de besoin.

de compenser le coût de fonctionnement de ses services et le coût de collecte de l'information sur les flux avec les produits financiers et les économies de coûts résultant d'une gestion prudente.

3.1.3. Domaine d'observation

L'analyse financière classique postule qu'une firme qui cherche à atteindre l'équilibre financier utilise toujours, en dernier recours, sa trésorerie pour ajuster les besoins de financement issus de ses activités courantes. Pour ce faire, soit elle diminue son montant de disponibilités et de valeurs mobilières de placement et augmente, le cas échéant, ses concours bancaires courants, soit elle se retrouve avec des disponibilités supplémentaires qu'elle pourra transformer en valeurs mobilières de placement ou utiliser pour rembourser ses dettes financières à court terme. Ainsi, un déficit de la trésorerie engendre un coût de financement particulièrement élevé alors qu'un excédent de trésorerie a un coût d'opportunité. Dans ce cas de figure, l'ultime politique de trésorerie consiste à viser une trésorerie "zéro"[114]. Or, la mutation financière a favorisé la croissance des placements financiers et a conduit de nombreuses entreprises à détenir une trésorerie excédentaire de ce qui est nécessaire pour les besoins d'exploitation. Ceci permet de borner le champ d'investigation de cette recherche en considérant la trésorerie comme une variable stratégique.

[114] A priori, si on avance qu'une gestion financière à la fois prudente et efficace doit tendre vers une trésorerie "zéro", alors les besoins permanents sont exactement financés par les capitaux permanents et il n'existe pas de capitaux inemployés. Le principe de la trésorerie "zéro" est une règle de bonne gestion qui veut dire que le trésorier doit éviter l'apparition d'excédents de trésorerie (synonymes de coûts d'opportunité) comme celle de déficits qui, s'ils ne peuvent être comblés par le recours au découvert bancaire, signifient l'incapacité à faire face aux paiements prévus.

Au delà d'une préoccupation d'ajustement, la détention de trésorerie excédentaire relève d'un choix stratégique dont la finalité est d'améliorer la flexibilité financière. Mais cela peut créer des tensions parmi les dirigeants, les actionnaires et les créanciers.

La trésorerie excédentaire dont il est question est la part du stock de trésorerie qui n'est pas justifiée par un motif d'adéquation des recettes aux dépenses courantes ou qui évite de tomber en rupture de trésorerie. La part non excédentaire du stock de trésorerie permet à l'entreprise d'assurer son équilibre financier. La difficulté qui réside dans l'appréhension de la trésorerie excédentaire est la possibilité de décomposer les actifs de trésorerie d'une firme (tableau 3.1). Tout d'abord, la classification par nature de trésorerie permet d'opposer la trésorerie d'ajustement à la trésorerie excédentaire. Ensuite, la classification par anticipation d'emplois est conforme aux motifs de détention évoqués par Keynes (1935, 1937), c'est-à-dire, la transaction, la précaution, la spéculation et le financement. Enfin, la classification par nature des investissements conduit à distinguer trois niveaux de trésorerie : celui qui consiste à faire fonctionner l'activité (trésorerie d'activité), celui qui permet de saisir des opportunités d'investissement rentables (trésorerie d'opportunité) et celui qui pousse à engager des investissements non rentables (trésorerie discrétionnaire).

Tableau 3. 1 : Profils de trésorerie

Nature de trésorerie	Anticipation d'emplois	Nature des investissements
Trésorerie d'ajustement	Trésorerie de transaction	Trésorerie d'activité
	Trésorerie de précaution	Trésorerie discrétionnaire
Trésorerie excédentaire	Trésorerie de spéculation	Trésorerie d'opportunité
	Trésorerie de financement	

En tout état de cause, il n'existe aucune correspondance précise entre ces profils de trésorerie. La répartition de la trésorerie en fonction de la nature de trésorerie décrit la coexistence entre une trésorerie minimale et une trésorerie excédentaire. Lorsque la part de la première devient structurellement importante, la pratique de la trésorerie d'ajustement n'est plus efficace puisqu'une bonne partie de la trésorerie est déterminée indépendamment de l'évolution des besoins de financement nécessités par le cycle d'exploitation. Par conséquent, la trésorerie excédentaire correspond à la réalisation des motifs de précaution, de spéculation et de financement sachant qu'une firme peut renoncer à l'option que représente la réalisation d'un investissement à valeur actuelle positive[115]. Par ailleurs, la firme qui dispose d'un "free cash flow" important et stable dans le temps, est suspectée de détenir un niveau de trésorerie excédentaire élevé correspondant à un gaspillage perpétré en contrepartie de l'accroissement du pouvoir discrétionnaire des dirigeants[116]. En effet, les dirigeants privilégient la maximisation des flux de trésorerie susceptibles de leur fournir des moyens pour engager une politique de croissance sans avoir à subir la pression exercée par les marchés financiers s'ils devaient solliciter des fonds externes. Ces derniers font pression autant qu'ils peuvent sur l'équipe de direction de manière à ce que l'excédent de trésorerie non directement utilisé pour la maximisation des richesses de la firme leur soit restitué. Ceci introduit une asymétrie d'information entre l'entreprise et ses parties prenantes.

[115]En présence de symétrie d'information, l'existence d'une dette "overhang" (ou dette risquée) suffit à empêcher une émission d'actions dont l'objet est de financer un investissement rentable (Myers 1977) ; dans le cas contraire, seuls les créanciers devraient en tirer un maximum de profit. En revanche, lorsque les dirigeants disposent d'informations privilégiées sur la valeur de leur entreprise, ils peuvent renoncer à une augmentation de capital destinée à financer un investissement rentable qui n'aura pour effet que d'enrichir les nouveaux actionnaires aux dépens des anciens actionnaires (Myers et Majluf 1984). L'entreprise qui dispose d'une trésorerie en excès pourra accepter tous les investissements rentables.

[116]Ces derniers privilégient souvent leurs propres intérêts qui sont différents de ceux des actionnaires et qui consistent notamment à investir dans des projets à valeur actuelle négative (Jensen et Meckling 1976). La trésorerie de type discrétionnaire qui en découle est affectée à des investissements ayant pour but d'améliorer le standing et d'accroître les avantages en nature des dirigeants. De ce fait, ils se dispensent de distribuer cette trésorerie qui appartient aux actionnaires ou de profiter de cette opportunité pour se désendetter.

L'expérience montre que les entreprises conscientes de leur détention de trésorerie excédentaire analysent leur équilibre financier en calculant l'endettement net[117]. L'indicateur d'endettement net résulte de l'opposition entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs[118]. Cela revient à minimiser le coût du financement net c'est-à-dire à compenser des frais financiers parfois importants avec des produits financiers. Cependant, cela ne permet pas d'effectuer une gestion précise du risque de taux d'intérêt, du risque de change, du risque de liquidité et du risque de contrepartie qui requièrent d'autres outils plus sophistiqués et des procédures de contrôle bien établies.

Le financement de la trésorerie par de la dette, que semble induire le calcul de l'endettement net peut paraître absurde mais il est économiquement justifié. La fonction de trésorerie à l'actif et la fonction de financement au passif n'en font qu'une, puisque la compensation implique une certaine homogénéité des actifs et des passifs en question[119]. Autrement dit, il s'agit de considérer la trésorerie comme une contrepartie de la dette[120] alors qu'il est bien connu que la trésorerie peut provenir également d'autres sources comme le cash-flow, l'augmentation de capital ou un financement hybride

[117]L'endettement financier net est une expression construite de toutes pièces par les entreprises pour circonscrire le phénomène de détention d'excédent de trésorerie. Il représente l'endettement financier auquel est déduit le solde de liquidité ; il se décompose en endettement brut de court, moyen et long terme, en encaisse et en placements financiers. Sur le plan du diagnostic financier, il correspond aux besoins de financement non couverts par les fonds propres. Il permet, selon les praticiens qui l'utilisent, de limiter les biais comptables liés aux relations financières intra-groupe tout en donnant une vision plus véridique de l'endettement des groupes et des entreprises indépendantes. En outre, il peut incidemment paraître trivial aux analystes qui en prennent connaissance pour la première fois.

[118]La liquidité des actifs correspond au temps de transformation des actifs en monnaie alors que l'exigibilité est le rythme de remboursement des dettes.

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

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

quelconque. En tant qu'emploi, le solde de liquidité est traité comme si l'entreprise l'utilisait pour se désendetter ; il s'agit d'une manœuvre de désendettement implicite[121]. En effet, si un événement impose à l'entreprise de rembourser ses dettes, elle va d'abord utiliser la trésorerie excédentaire avant d'envisager d'autres moyens possibles. Ceci est d'autant plus vrai, que les créanciers disposent du pouvoir de forcer une firme à la liquidation dès lors que cette procédure permet d'augmenter la probabilité de récupération des crédits consentis. On peut ainsi estimer la capacité réelle de remboursement d'une entreprise et sa vulnérabilité face au risque de faillite. A l'inverse, cette trésorerie peut être vue comme un élément d'accroissement de la capacité d'endettement dans la mesure où elle est un bon collatéral pour les créanciers. Elle donne une idée sur les possibilités offertes à une firme pour financer de nouveaux besoins et, dans une moindre mesure, sur son indépendance vis-à-vis des apporteurs de capitaux. L'assiette globale de crédit, représentant la capacité d'endettement du débiteur, est d'autant plus élevée que les actifs de la firme sont liquides c'est-à-dire pouvant être rapidement vendus au moindre coût.

Si on considère uniquement les firmes qui détiennent de la trésorerie excédentaire, l'objet de cette recherche est de mettre en relation la trésorerie et des éléments de la politique financière tant en termes de performances que de stratégie de développement.

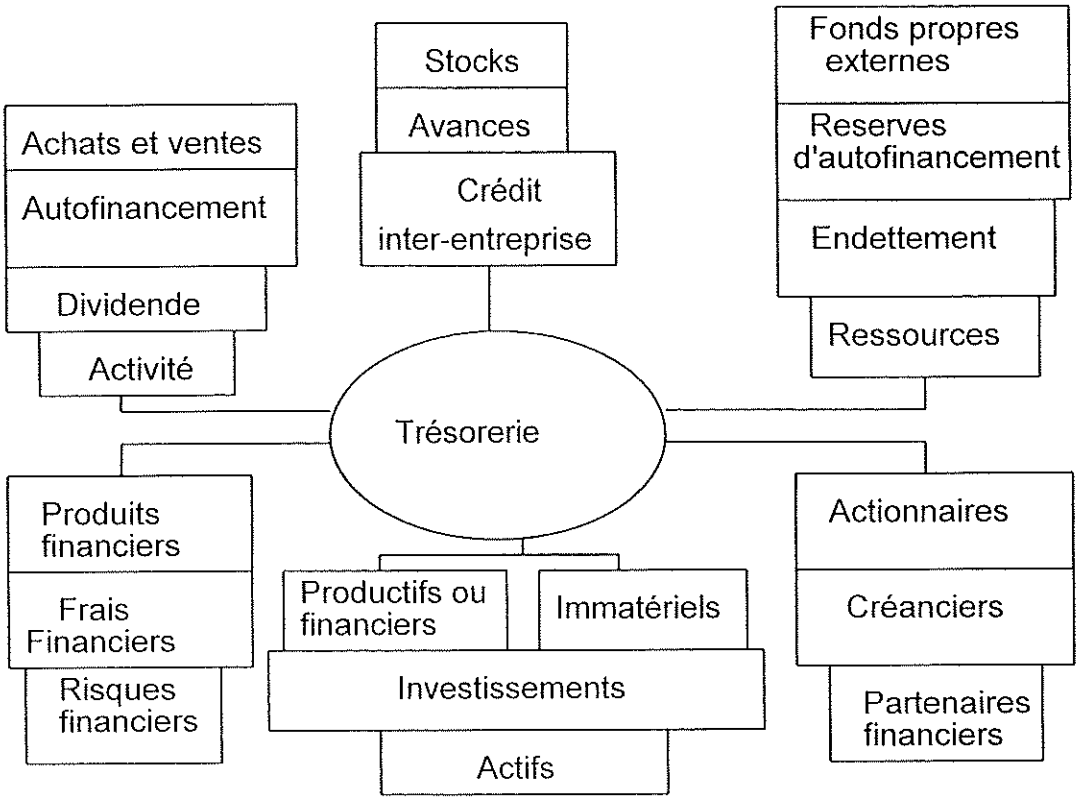
3.2. Hypothèses

Dans la mesure où toutes les opérations initiées par une entreprise se traduisent toujours dans la trésorerie de l'entreprise, le système de trésorerie (schéma 3.1) postule l'existence d'un lien entre le niveau de trésorerie et les variables financières. En premier

121 Virtuellement, la politique de trésorerie d'une entreprise permet de diminuer son taux d'endettement.

lieu, la trésorerie résulte des ressources financières du bilan c'est-à-dire des apports d'associés et du groupe, du recours à l'emprunt et de la réalisation d'autofinancement. En second lieu, elle permet d'envisager une opération de retraits d'associés ou du groupe, un remboursement anticipé des dettes et le renflouement des pertes de l'exercice. De plus, elle représente l'assurance de paiement de la rémunération des créanciers (intérêts) et des actionnaires (dividendes). En troisième lieu, elle est également une ressource en attente d'allocation à des emplois non financiers précis comme l'attente d'opportunité d'investissements (productif, financier, immatériel) et le provisionnement de grosses dépenses futures (risques de pertes consécutives à des procès, anticipation de dépenses d'entretien,...) d'autant qu'elle est alimentée en sens inverse par le produit des cessions et des subventions d'investissement. En quatrième lieu, elle n'est pas insensible à la politique commerciale de la firme qu'on peut caractériser par le niveau des avances et acomptes des clients (commandes, contrats à long terme...), le crédit interentreprises (délais de règlement, escomptes,...) et l'évolution des stocks. En cinquième lieu enfin, elle est utile pour la gestion des risques financiers (couverture, compensation des frais financiers par des produits financiers,...) et l'organisation des relations financières intra-groupe.

Schéma 3.1 : Système de trésorerie



La formation et la répartition de la trésorerie se réalisent le plus souvent d'une manière systématique sans qu'il soit possible d'affecter telle entrée de fonds à telle sortie de fonds. Dans un marché financier parfait où la firme connaît à l'avance toutes ses opérations, la détention de trésorerie n'est pas pertinente. En revanche, dans un environnement de rationnement des capitaux, la synchronisation des opérations de trésorerie est plus difficile. Cette contrainte implique que la firme détienne de la trésorerie en stock. Ceci est d'autant plus vrai que les opportunités d'investissement sont de moins en moins prévisibles. Dans ce cas, la firme peut avoir un intérêt à détenir une trésorerie excédentaire que l'on peut apprécier en termes de performances. Ceci permet de mettre en exergue la question de l'évaluation de la trésorerie excédentaire. Pour définir le comportement de trésorerie excédentaire d'une firme, on considère une de ses deux composantes les plus controversées. La détention de valeurs mobilières de placement est le fait d'une firme qui a en général des disponibilités plus que suffisantes

et une bonne maîtrise de son risque de liquidité. Ceci expliquerait pourquoi une hausse de la trésorerie se traduit à partir d'un seuil donné par une augmentation notable de la proportion des valeurs mobilières de placement dans la trésorerie. En effet, le maintien d'un poste de valeurs mobilières de placement à l'actif du bilan peut être le signe d'un comportement de trésorerie excédentaire (Fried et Gaudry 1987, Koulayom 1995, 1996b). La première hypothèse concerne donc l'existence d'une relation entre la trésorerie et la performance financière qui va à l'encontre des croyances.

Hypothèse 1 : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement ont de meilleures performances financières que les entreprises qui n'en détiennent pas.

En règle générale, la performance financière[122] est une sanction de la maîtrise du stock fongible qu'est la trésorerie. En effet, la trésorerie doit lui permettre de déployer ses forces vers des activités économiquement rentables pour un risque financier moindre. Les fonds externes et l'autofinancement qui approvisionnent en temps continu la trésorerie jouent un rôle important dans la politique de financement ex-ante de la firme[123]. En conséquence, le stock de trésorerie est un facteur explicatif du levier financier lorsqu'on considère l'existence de coûts de faillite. Il a notamment la fonction d'une véritable ressource dont on peut évaluer l'impact significatif sur les ressources financières du passif du bilan.

Dans le cas général, ce sont les contraintes de liquidité qui obligent les entreprises à se constituer des stocks de trésorerie pour se protéger contre la réalisation d'événements aléatoires, pour saisir des opportunités et plus généralement pour faire face aux

[122]La notion de performance financière est compatible avec l'idée de variation positive ou négative de richesse puisque c'est elle qui conditionne *a priori* la survie de la firme à moyen et long terme.
[123]Financement et emploi peuvent s'effectuer simultanément dans la même année. La réalisation d'une politique de trésorerie est justifiée par un ajustement non synchronisé.

décalages de paiement. La persistance de ces contraintes suggère *a priori* la mise en œuvre d'une gestion de trésorerie prenant en compte les problèmes de développement. Pour bien comprendre l'importance de cette notion, il faut s'interroger sur la question de l'interdépendance entre la décision d'investissement et la politique de financement. Les deux principaux arguments sont connus. Selon le premier argument, l'investissement est indépendant du financement sur des marchés financiers parfaits. Le point de vue opposé admet au contraire que les marchés financiers sont imparfaits et devraient conduire à une profonde interaction entre les décisions d'investissement et de financement. Les partisans de cette dernière thèse estiment qu'une firme doit augmenter ses fonds par l'autofinancement, le recours à l'emprunt et l'augmentation de capital pour les allouer entre les investissements et les dividendes. Ainsi, si une firme dépense un montant élevé de fonds en investissements, elle devrait verser moins de fonds en dividendes ou avoir davantage recours à du financement externe.

Par sa position stratégique, la trésorerie est la mieux placée pour réconcilier les contraintes de disponibilité des ressources aux nombreux emplois utiles à la survie de la firme. Si toutes les opérations de l'entreprise se traduisent à un moment ou à un autre en un mouvement monétaire, on peut admettre que toute ressource, condition *sine qua non* à la réalisation d'un investissement ou du versement de dividende, doit également transiter par la trésorerie avant son affectation à un emploi[124]. Ceci est d'autant plus vrai que la contrainte de liquidité est importante ; celle-ci pèse en particulier en présence d'opportunités d'investissement. De ce fait, la trésorerie est une variable explicative de l'investissement par un cheminement qui est plus ou moins indirect[125]. Le problème qui se pose est celui de savoir quelles notions de trésorerie l'on doit prendre en compte : stock ou flux. Le flux implique un esprit d'usage immédiat alors que celui de stock intègre l'idée de conservation pour un emploi futur. Un flux de trésorerie-ressource non

[124]Le cas particulier reste celui de la réalisation d'une opération adossée à un mouvement de sortie de fonds. En effet, on peut considérer que l'entrée et la sortie de fonds coïncident.
[125]Cette trésorerie dite excédentaire est mesurée chez Meyer et Kuh (1957) par la notion de liquidité.

utilisée pour un flux d'investissement la même année est conservée pour une année ultérieure. Les deux notions sont donc à retenir. La politique d'investissement est déterminée à la fois par le stock de trésorerie accumulé et le flux de trésorerie disponible au cours de la période. La deuxième hypothèse aborde la question de l'investissement par le biais de deux notions de la trésorerie.

Hypothèse 2 : L'investissement effectué par une firme au cours d'une année est influencé par le stock de trésorerie de l'année précédant l'investissement et par le flux de trésorerie de l'année de l'investissement.

On utilise donc deux mesures de la trésorerie excédentaire : le cash-flow et le stock de valeurs mobilières de placement. Le cash-flow évalue le flux de trésorerie disponible durant la période de l'investissement. Dans ce cas, le risque de "free cash flow" est d'autant plus important que le cash-flow est élevé. Les valeurs mobilières de placement permettent d'appréhender le stock de trésorerie disponible en début de période. Le lien entre trésorerie et investissement doit être envisagé dans le cadre de la persistance des contraintes de liquidité ou de la présence de "free cash flow".

Il va sans dire que la trésorerie à elle seule n'explique pas tout. Une fois cette proposition admise, on peut, dans un second temps, s'interroger sur le double impact des autres variables financières représentant le processus du développement.

Les entreprises ayant des accords de financement intéressants ne sont pas tenues d'augmenter leur stock de trésorerie parce qu'elles peuvent mobiliser à tout instant des lignes de crédits confirmées[126]. L'évolution du stock de trésorerie peut être très instable. Ainsi, si les contraintes de liquidité obligent les entreprises à se constituer des stocks de trésorerie excédentaires, l'expérience montre qu'une société très liquide, cotée en bourse, peut dans certains cas être mal valorisée par le marché. En effet, une "coquille vide" est

[126]Elles se chiffrent en milliards de francs pour les plus grandes valeurs du marché.

toujours analysée comme une entité n'ayant pas de raison sociale. Elle est dans une situation transitoire qui accroît son degré d'incertitude pour les investisseurs. C'est le cas de plusieurs groupes qui se sont retrouvés dans cette situation lorsqu'ils ont décidé de sortir de certaines branches d'activité pour recentrer l'ensemble de leurs activités autour d'un métier de base. En revanche, lorsqu'une firme est en phase de croissance, les actifs liquides qu'elle détient sont de nature à lui permettre de saisir des opportunités tant en matière de croissance externe que de croissance interne. Le cours de son titre peut alors évoluer favorablement.

Les entreprises contraintes par leurs liquidités sont poussées à accumuler un surplus de liquidité pour financer leurs dépenses d'investissement. Le problème de la liquidité lorsque l'on cherche ses relations avec l'investissement est qu'elle est plus ou moins synonyme de profitabilité. En effet, les firmes très liquides sont celles qui sont en bonne santé mais également celles qui ont les meilleures opportunités d'investissement ; il n'est donc pas surprenant qu'elles semblent investir plus que les autres.

* *
*

Nonobstant l'élargissement de la notion de trésorerie, l'analyse de l'entreprise en tant qu'entité de production de richesses peut être perturbée par le phénomène de "financiarisation" du bilan notamment si on s'intéresse aux entreprises industrielles détenant une trésorerie excédentaire. Partant du fait que la détention de trésorerie peut affecter la valeur de l'entreprise, on montre, à l'aide de deux hypothèses, que ce comportement peut stimuler les performances financières d'une part, peut jouer sur la stratégie d'investissement d'autre part. S'agissant du lien trésorerie et performances financières, l'évidence même conduit à penser que pour détenir de la trésorerie excédentaire, il est nécessaire d'avoir une bonne santé financière. Sans minimiser le problème de circularité que cela peut poser, il apparaît que peu importe le processus qui a conduit telle ou telle firme à détenir de la trésorerie, cela ne peut qu'améliorer sa situation financière dès lors qu'elle détient une trésorerie excédentaire. Pour traiter du lien trésorerie et investissement, on propose en plus de la notion de détention de stock de trésorerie, une notion de flux de trésorerie. On ne nie pas que l'investissement est susceptible d'être expliqué par d'autres variables financières. Parmi ces variables, la trésorerie tient un rôle explicatif important. Les firmes qui possèdent un retard d'investissement ou qui ont une contrainte de liquidité importante sont tentées d'accumuler un stock de trésorerie, en particulier les années précédant l'investissement. En revanche, les entreprises qui n'ont pas accusé de retard important en matière d'investissement ou qui ont une contrainte de liquidité faible ajustent plus souvent leurs entrées et leurs sorties de fonds : les entrées correspondent aux ressources inhérentes à l'autofinancement, aux nouveaux emprunts et à l'augmentation de capital et les sorties aux investissements, aux versements de dividendes et aux opérations courantes.

L'hypothèse de "free cash flow" peut enfin servir à expliquer pourquoi certaines firmes détiennent de la trésorerie excédentaire alors qu'elles n'ont pas d'opportunités d'investissement rentables.

Au vu de ce chapitre, on peut concevoir qu'une entreprise de type industriel se constitue une masse de trésorerie importante en sus de ce qui est nécessaire pour financer ses activités courantes alors qu'elle pourrait trouver une meilleure utilisation de ces fonds par la distribution de dividendes ou par le remboursement anticipé de ses dettes.

Conclusion de la première partie

Cette première partie a permis de trouver une série d'explications au phénomène de détention de trésorerie excédentaire. Le premier chapitre s'inscrit dans une perspective de renouvellement de la fonction de trésorerie à une époque où l'évolution des marchés financiers a accru le poids de la contrainte financière et où il existe un nombre non négligeable d'entreprises détenant de plus en plus de trésorerie ; la trésorerie représente deux catégories d'actifs c'est-à-dire les actifs monétaires et les autres actifs financiers "liquides". En effet, les années 80 ont donné naissance à de nouvelles formes d'instruments hybrides qui ont fait disparaître la distinction entre la monnaie et les actifs financiers plus ou moins liquides et ont conduit une transformation du métier de trésorier. On définit ainsi l'objectif de la gestion de trésorerie à long terme comme la compensation entre des frais et des produits financiers de manière à neutraliser l'impact des risques financiers sur la profitabilité des firmes.

On s'est lancé, dans le deuxième chapitre, dans une revue de la littérature économique et financière sur le rôle de la trésorerie. Toutefois, il n'y a pas, à proprement parler, de théorie homogène de la trésorerie mais des boutures qui n'ont pas toujours donné lieu à des développements élaborés.

Partant de ces constats, on observe deux grandes directions de recherche possibles dans le cadre d'une recherche sur données de panel d'entreprises : les déterminants de la trésorerie et la valeur explicative des liquidités. Le pouvoir explicatif de la trésorerie dans l'appréhension des performances financières des firmes et dans l'établissement de leur stratégie d'investissement a retenu toute l'attention ici en raison des possibilités de modélisation. On retient en fin de compte dans le troisième chapitre, la seconde voie de recherche. Pour ce faire, on s'appuie principalement sur quelques travaux empiriques et théoriques et la fonction objectif de la gestion de trésorerie développée dans le premier

chapitre. La prise en compte des observations empiriques se réalisent par le biais l'indicateur d'endettement net. Or, cette réalité montre que la détention de trésore excédentaire relève d'un choix stratégique qui est lié à la flexibilité financière. Il résu de ces éléments deux hypothèses.

Hypothèse 1 : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement o de meilleures performances financières plus importantes que les entreprises qui n'en détiennent pas.

Hypothèse 2 : L'investissement effectué par une firme au cours d'une année est influencé par le stock de trésorerie de l'année précédant l'investisseme et par le flux de trésorerie de l'année de l'investissement.

Deuxième partie :

ANALYSE METHODOLOGIQUE ET EMPIRIQUE

DEUXIEME PARTIE : METHODOLOGIE D'ANALYSE ET ETUDE EMPIRIQUE

Après avoir exploré l'ensemble de la littérature économique et financière, deux hypothèses concernant la valeur explicative de la trésorerie ont été formulées en fin de première partie. Dans cette deuxième partie, on se place dans une perspective de construction et de vérification des hypothèses posées.

Tout d'abord, il y a lieu de traduire dans le quatrième chapitre, la manière dont les firmes peuvent être analysées à partir de leur comportement en matière de trésorerie. *Le concept de trésorerie est un de ceux de la théorie financière le plus difficile à cerner* (Grange 1979, p.11). Il est donc essentiel d'en apprécier la mesure comptable et financière. Les biais introduits par la détention massive de trésorerie sont pris en compte en compensant la dette avec la trésorerie. Ce premier travail a donc pour objet de concevoir une assise conceptuelle pour l'indicateur d'endettement financier net dans le cadre de la méthodologie de la Banque de France (1988). En tout état de cause, sa mesure n'est pas sans laisser indifférentes toutes les parties prenantes de la firme étant donné l'existence d'asymétrie d'information.

Les deux chapitres suivants consistent à tester la valeur explicative de la trésorerie compte tenu des postulats développés dans les trois premiers chapitres de cette thèse. Deux essais montrent clairement que le comportement des firmes en matière de trésorerie peut expliquer des phénomènes financiers aussi divers que les performances financières (chapitre 5) et l'investissement (chapitre 6). Face à la difficulté d'évaluer avec précision la trésorerie réelle des firmes compte tenu de l'imperfection de l'outil comptable et de déterminer le seuil d'excès de trésorerie, on se contente de considérer la détention de valeurs mobilières de placement comme une mesure du comportement excédentaire de trésorerie. En admettant, en effet, que la majorité des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement le font pour des motifs que l'on peut qualifier de "stratégiques", on peut les assimiler à des entreprises détenant une trésorerie

excédentaire[127]. *La première hypothèse suivante est donc testée sous la forme d'une hypothèse nulle : les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas des performances financières significativement différentes des entreprises qui n'en détiennent pas.*

On définit la performance financière comme la combinaison de plusieurs variables financières relatives à la rentabilité des capitaux investis, à la politique d'endettement, à la politique d'autofinancement et à la gestion du crédit interentreprises. Ceci conduit à décomposer l'hypothèse initiale en cinq sous-hypothèses. La détention de trésorerie excédentaire s'explique par autant de motifs que la spéculation, la discrétion, la précaution, le financement, etc. De fait, le critère de détention de valeurs mobilières de placement peut sembler simpliste dès lors que l'on cherche à étudier d'autres phénomènes financiers comme l'investissement. On doit en effet tenir compte d'un deuxième critère qui concerne le flux de trésorerie généré au cours de l'exercice. *Ceci conduit à la deuxième hypothèse : l'investissement effectué par une firme au cours d'une année est influencé par le stock de trésorerie de l'année précédant l'investissement et par le flux de trésorerie de l'année de l'investissement.*

Enfin, l'ampleur de chaque hypothèse dépend d'autres variables de contrôle comme le secteur, la taille ou l'appartenance à un groupe. Tous les traitements sont effectués à l'aide du logiciel SAS avec la base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France et le Fichier Bancaire des Entreprises.

[127] On exclut de l'analyse les entreprises qui utilisent une encaisse oisive pour rentabiliser un centre de profit financier et bien entendu les entreprises en phase de défaillance dont l'accumulation de trésorerie est injustifiable dans un environnement où sa solvabilité est ébranlée.

Comme les indicateurs financiers qui l'ont précédé, l'EFN permet d'effectuer d comparaisons dans le temps et dans l'espace entre les entreprises. Mais faudrait-il encc que le montant de trésorerie que fournissent les comptes soit bien réel. En tout état cause, l'expérience montre dans certains cas que la comptabilité est insuffisante po décrire le comportement de la firme en matière de trésorerie ; par exemple coexistence entre un endettement et une trésorerie très élevés. L'EFN permet de limite un second niveau les biais comptables lorsque le niveau de trésorerie est important stable. Même si sa détermination est contraire à la règle de non-compensation (article du code de commerce)[130], cet indicateur présente un cadre d'évaluation de l'endetteme réel de la firme.

4.1. L'évaluation de la trésorerie

La trésorerie dont il s'agit ici est la trésorerie "actif" par opposition à la trésorerie ne qui regroupe, dans la version de base, les disponibilités et les concours bancair courants. C*ette conception qui compense les liquidités et les équivalents de liquidit avec les crédits de trésorerie ne permet pas d'appréhender directement la détenti d'actifs de trésorerie motivée par la recherche de flexibilité financière ou de rentabili* (Hoarau 1993, p.66).

Au départ la trésorerie a été définie comme l'ensemble des disponibilités. Mais récents débats sur l'extension de l'assiette de la trésorerie "actif" ont posé la question l'adjonction ou non des placements financiers à court terme et des disponibilités. I liquidité d'une entreprise est son aptitude à faire face à ses obligations à plus ou moi

---

des exemples de concepts opératoires tels que le fonds de roulement en analyse financière, le coût capital en théorie financière et l'image fidèle en comptabilité.
Cf. : Lui (1990).

[130]D'après l'article 2092 du code de commerce, l'actif répond du passif, donc tout créancier a droit poursuivre l'actif de son débiteur.

brève échéance. De ce fait l'analyse de la trésorerie n'en constitue qu'une des nombreuses dimensions. Deux grands modèles sont généralement utilisés par l'entreprise et paradoxalement par les dirigeants, pour donner une image favorable du patrimoine, de la situation financière et des résultats. Le premier relève d'une simple gestion des options comptables et met en jeu la créativité comptable. Le deuxième concerne la gestion de la liquidité et l'art de manipuler les différents éléments constitutifs du besoin de financement du cycle d'activité au moment où l'entreprise arrête ses comptes.

4.1.1. Définition et normes en matière de trésorerie

La trésorerie est généralement assimilée à de l'encaisse. Du point de vue du PCG 82, les disponibilités sont des valeurs qui sont immédiatement convertibles en espèces pour leurs montants nominaux ou remboursables dès leur souscription à tout moment. Les relations de l'entreprise avec les établissements de crédit se décomposent généralement suivant la nature de l'organisme (banques, sociétés de bourse, chèques postaux, autres organismes), suivant la nature de l'opération (valeur à l'escompte, valeur à l'encaissement) et suivant le service rendu (les intérêts courus et les concours bancaires courants). Les comptes à terme[131] sont assimilés à des disponibilités, lorsqu'il est possible d'en disposer par anticipation, au même titre que les dépôts dans les banques et les espèces en caisse. L'incorporation d'autres éléments non nécessaires à l'activité courante de l'entreprise dans la trésorerie à côté des disponibilités soulève une certaine controverse mais peut se justifier. Par exemple, les valeurs mobilières de placement sont des placements d'excédents temporaires de trésorerie qui s'apparentent à des emplois de trésorerie. En effet, une entreprise qui achète des valeurs mobilières de placement trouve là une utilisation temporaire de sa trésorerie en cherchant à en conserver la valeur, à

[131] Notamment les instruments de trésorerie tels que les options et les contrats à terme.

réaliser une plus-value ou à toucher des revenus[132]. Ces titres financiers garantissent une certaine liquidité. Les valeurs mobilières se constituent à partir des actions, des titres conférant un droit de créance et des nouveaux instruments financiers. Parmi ces derniers, on peut recenser les billets de trésorerie[133], les certificats de dépôt [134], les bons du trésor en compte courant, les bons des institutions financières spécialisées et des sociétés financières à échéance court terme. L'existence d'un marché secondaire assure leur liquidité. Les actions propres, les obligations et les bons émis par la société et rachetés par elle sont généralement des titres indisponibles du fait de leur affectation à des opérations particulières concernant la politique d'intéressement des firmes. Le PCG 82 définit ainsi les valeurs mobilières de placement comme des titres acquis en vue de réaliser un gain à brève échéance en vertu de l'intention qui a présidé lors de la souscription[135]. Dans tous les cas, ils doivent représenter moins de 10% du capital de la société émettrice sans être des titres acquis à la suite d'opérations de prises de contrôle. Le PCG 82 fait ainsi nettement la différence entre valeurs mobilières de placement et titres de participation. L'interprétation de la règle de l'intégration des placements financiers à court terme dans la trésorerie doit généralement se faire au cas par cas. Il est inévitable qu'une proportion des titres jugés comme des placements financiers à court terme, par tel ou tel modèle, soit sans valeur liquidative.

La difficulté de prise en compte des valeurs mobilières de placement dans les normes françaises rend complexe l'émergence d'une mesure homogène de la notion de trésorerie "actif". De fait, la notion de trésorerie "actif" a nécessairement plusieurs facettes mais sa comptabilisation est compatible avec l'ensemble des méthodes d'évaluation utilisées pour les autres actifs (voir encadré 4.1). Son montant réduit à la simple prise en compte

[132]Les valeurs mobilières de placement sont des biens transformables à tout moment en disponibilités mais qui comportent malgré tout un risque de perte en capital.

[133]Ce sont des billets au porteur émis par des entreprises ayant un besoin de trésorerie. Ce type de financement modifie le comportement des entreprises emprunteuses en leur donnant une certaine indépendance vis-à-vis de leurs banques puisqu'elles ont un accès direct au marché monétaire.

[134]Ce sont des billets à ordre au porteur représentatifs d'une créance née d'un dépôt à terme constitué auprès d'un établissement de crédit.

[135]Ceci autorise à fixer la barre à un an.

réaliser une plus-value ou à toucher des revenus[132]. Ces titres financiers garantissent une certaine liquidité. Les valeurs mobilières se constituent à partir des actions, des titres conférant un droit de créance et des nouveaux instruments financiers. Parmi ces derniers, on peut recenser les billets de trésorerie[133], les certificats de dépôt [134], les bons du trésor en compte courant, les bons des institutions financières spécialisées et des sociétés financières à échéance court terme. L'existence d'un marché secondaire assure leur liquidité. Les actions propres, les obligations et les bons émis par la société et rachetés par elle sont généralement des titres indisponibles du fait de leur affectation à des opérations particulières concernant la politique d'intéressement des firmes. Le PCG 82 définit ainsi les valeurs mobilières de placement comme des titres acquis en vue de réaliser un gain à brève échéance en vertu de l'intention qui a présidé lors de la souscription[135]. Dans tous les cas, ils doivent représenter moins de 10% du capital de la société émettrice sans être des titres acquis à la suite d'opérations de prises de contrôle. Le PCG 82 fait ainsi nettement la différence entre valeurs mobilières de placement et titres de participation. L'interprétation de la règle de l'intégration des placements financiers à court terme dans la trésorerie doit généralement se faire au cas par cas. Il est inévitable qu'une proportion des titres jugés comme des placements financiers à court terme, par tel ou tel modèle, soit sans valeur liquidative.

La difficulté de prise en compte des valeurs mobilières de placement dans les normes françaises rend complexe l'émergence d'une mesure homogène de la notion de trésorerie "actif". De fait, la notion de trésorerie "actif" a nécessairement plusieurs facettes mais sa comptabilisation est compatible avec l'ensemble des méthodes d'évaluation utilisées pour les autres actifs (voir encadré 4.1). Son montant réduit à la simple prise en compte

[132]Les valeurs mobilières de placement sont des biens transformables à tout moment en disponibilités mais qui comportent malgré tout un risque de perte en capital.

[133]Ce sont des billets au porteur émis par des entreprises ayant un besoin de trésorerie. Ce type de financement modifie le comportement des entreprises emprunteuses en leur donnant une certaine indépendance vis-à-vis de leurs banques puisqu'elles ont un accès direct au marché monétaire.

[134]Ce sont des billets à ordre au porteur représentatifs d'une créance née d'un dépôt à terme constitué auprès d'un établissement de crédit.

[135]Ceci autorise à fixer la barre à un an.

des disponibilités est aujourd'hui dépassé. Le conseil supérieur de l'OECCA (norme R 1.22) et le CNPF acceptent les deux solutions alors que la Banque de France et le Crédit National utilisent exclusivement la formule évoluée qui consiste à retraiter les valeurs mobilières de placement pour les intégrer dans la trésorerie.

Les divergences que l'on observe dans les définitions des critères relatifs aux placements financiers à court terme dans les normes internationales conduisent également à de multiples conceptions de la trésorerie. Les deux normes de l'IASC et du FASB, l'IAS 7[136] et le SFAS 95[137], définissent la trésorerie comme l'ensemble des actifs à liquidité immédiate ; ceci permet d'exclure les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les comptes courants débiteurs soumis à restriction[138]. Selon l'IASC[139], les placements financiers à court terme sont par nature rapidement réalisables ; leur détention ne doit pas dépasser un an. Toutefois, l'application du critère de l'intention peut déboucher sur des impasses ; par exemple, un titre peut être à court terme bien qu'il soit détenu par l'entreprise depuis plusieurs années. Il est en effet plus simple de convertir en liquidités les titres d'une entreprise cotée sur les marchés financiers[140] que ceux d'une entreprise non cotée ; d'où le terme de "valeurs négociables" utilisé par les anglo-saxons pour désigner les valeurs des grandes sociétés (obligations et actions). La quatrième directive de la Communauté Economique Européenne ne pose pas le problème de l'assimilation des valeurs mobilières de placement à de la trésorerie. Tout comme la norme IAS 25, la norme SFAS 12 fait bien la distinction entre les placements

136 La norme IAS 7 est la norme révisée relative au tableau de financement de l'IASC. Elle précise que la trésorerie peut cependant inclure les découverts bancaires remboursables sur demande lorsque ceux-ci font partie intégrante de la gestion de trésorerie.

137 La norme SFAS 95 est la norme relative au tableau de flux de trésorerie publiée par le FASB.

138 Trois conditions permettent d'estimer que la liquidité ne subit aucune restriction :
- l'existence d'un marché permettant d'assurer la liquidité immédiate des actifs ;
- l'absence de convention de blocage ;
- l'absence de risque de perte en capital lié à la variation des taux d'intérêt.

139 Voir la norme IAS 25 sur la comptabilisation des placements.

140 Les entreprises qui font appel à l'épargne public sont contraintes à un formalisme très lourd. Elles doivent publier régulièrement des états comptables et financiers qui renseignent les investisseurs sur la rentabilité de leurs placements et subir l'épreuve de certification. En France, c'est la COB qui est l'organisme de contrôle des règlements et de protection des investisseurs.

financiers à court terme et les placements financiers à long terme. Ces normes classent une valeur négociable parmi les encaisses lorsque sa liquidité est immédiate. Le terme de trois mois est celui qui est généralement retenu aux Etats-Unis. Tous les autres placements financiers à court terme sont classés dans l'actif circulant. Ils sont affectés au besoin en fonds de roulement hors exploitation. La notion de trésorerie qui sera retenue tout au long de ce travail comprend les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les titres négociables (dont les billets de trésorerie souscrits).

La loi du 1er mars 1984 et le décret du 1er mars 1985[141] sur la prévention des difficultés des entreprises prévoient l'établissement, tous les six mois[142], d'une situation de l'actif réalisable et disponible et du passif exigible. Plusieurs interprétations sont possibles[143]:

- l'actif réalisable et disponible est égal à l'ensemble de l'encaisse et du réalisable susceptibles d'une conversion immédiate en disponible plus le passif échu (position juridique) ;
- du point de vue du syndic, cet actif est composé des créances et des dettes, quelles que soient leurs échéances, et des disponibilités (position économique) ;
- du point de vue comptable, cet actif prend en compte les créances et les dettes dont les échéances sont à moins d'un an et les disponibilités (position comptable).

La norme IAS 13 approuvée par l'IASC en juin 1979 sur la présentation de l'actif à court terme et du passif à court terme propose une classification des éléments de l'actif et du passif en éléments de court terme et en éléments de long terme. Cette distinction donne une idée sur la liquidité et la capacité de l'entreprise à poursuivre son activité

141 Cette législation concerne les entreprises (sociétés commerciales, personnes morales de droit privé non commerçantes ayant une activité économique,...) qui atteignent l'un au moins des deux critères suivants :
- nombre de salariés égal ou supérieur à 300,
- montant net du chiffre d'affaires (ou des ressources) égal ou supérieur à 120 millions de francs.

Outre la situation de l'actif réalisable et disponible et du passif exigible, ces entreprises sont tenues de présenter un compte de résultat, un plan de financement prévisionnel (documents prospectifs) et un tableau de financement (document rétrospectif). Ce sont des documents internes dont la diffusion est limitée aux commissaires aux comptes et au comité d'entreprise.

142 Dans les quatre mois qui suivent la clôture de chacun des semestres de l'exercice.

143 Les stocks et en-cours en sont exclus.

quotidienne sans rencontrer de blocages financiers d'une part, sur le moyen d'identifier les ressources de l'entreprise qui circulent de façon continuelle d'autre part. Ces deux objectifs sont incompatibles puisque dans le premier cas, il nécessite de savoir si les éléments sont liquidés ou réalisés et, dans le deuxième cas, s'ils sont consommés ou utilisés dans le cycle normal d'exploitation. Le meilleur exemple donné par la norme est le cas des travaux de construction en cours qui seraient exclus dans le premier cas alors qu'ils seraient inclus dans le second.

Encadré 4. 1 : La comptabilisation des principales opérations de trésorerie

Le compte caisse est débité du montant des encaissements en espèces et, est crédité du montant des décaissements de même nature ; il ne peut avoir qu'un solde débiteur, et son organisation peut se concevoir en fonction de la devise traitée (devise nationale et devise étrangère). En revanche, le compte "banques, établissements financiers et assimilés" enregistre à son débit des mouvements de rentrées de fonds de plusieurs natures (chèques, coupons échus, effets remis à l'encaissement, effets remis à l'escompte). En vertu du principe de non-compensation, il est interdit de compenser des soldes débiteurs et des soldes créditeurs qui peuvent apparaître en contrepartie des opérations de mobilisation de créances commerciales (nées en France ou à l'étranger). Ces derniers sont communément appelés concours bancaires courants d'autant qu'ils servent notamment à l'enregistrement des intérêts courus. Enfin, les valeurs mobilières de placement composées d'actions et d'obligations de sociétés cotées ou non cotées sont débitées à leur valeur d'acquisition et ce, souvent en contrepartie de disponibilités ou d'un compte de tiers. La revente de ces titres s'effectue de manière opposée ; par la sortie du bilan des titres en contrepartie d'un compte de produits en cas de profit (ou d'un compte de charge en cas de perte) et d'un compte de disponibilités (ou de tiers en cas de vente à crédit). La valeur comptable retenue pour ces titres est celle obtenue à partir de la méthode FIFO ("first in first out" c'est-à-dire premier entré premier sorti). Elle permet de constater une plus-value (ou une moins-value) exceptionnelle. Enfin, la réception d'actions gratuites n'affecte pas la trésorerie et n'a donc pas besoin d'être comptabilisée. Les techniques de gestion de trésorerie portant notamment sur les nouveaux instruments financiers (couverture, arbitrage et spéculation) génèrent souvent des montants importants en matière d'engagements hors-bilan et sollicitent peu le volume de trésorerie (dépôts et cautionnements) sauf lorsqu'elles conduisent à des défaillances ou à des profits importants.

Les méthodes d'évaluation sont établies conformément à la convention du coût historique et au principe de prudence. Les méthodes d'évaluation de la trésorerie peuvent conduire à des valeurs différentes. La première composante de la trésorerie, c'est-à-dire les disponibilités, ne pose pas de problèmes particuliers lorsqu'elle est détenue en monnaie nationale. Dans le cas où les disponibilités sont libellées en monnaies étrangères, il y a lieu de les convertir au cours du jour de l'inventaire en constatant des pertes ou des gains de change. Les autres actifs de trésorerie enregistrés à l'entrée au cours du jour donneront éventuellement lieu à la constitution de provisions.

Les valeurs mobilières de placement ne sont pas évaluées de la même manière à leur entrée, à leur inventaire qu'au niveau de l'arrêté des comptes. Il est en effet interdit en France d'évaluer en valeur de marché les placements à court terme, contrairement à l'IASC qui en donne la possibilité. En revanche, ces titres de placement sont systématiquement évalués à la valeur de marché aux Etats-Unis[144] ; les gains et les pertes potentiels sont directement comptabilisés en fonds propres, sans transiter par le compte de résultat. En France, on ne provisionne que les pertes potentielles par rapport à la valeur d'acquisition. La

[144] Voir notamment la norme SFAS 115 pour la méthode d'évaluation des titres de placement.

valeur à l'entrée des valeurs mobilières de placement et des autres titres de placement à court terme se fait au coût d'acquisition (exclusion faite de la valeur d'entrée des frais accessoires d'acquisition).
Le coût d'acquisition est le prix convenu après déduction des taxes légalement récupérables entre les parties à la date de l'opération. La valeur à l'inventaire au recensement et à l'évaluation de ces titres de placement à court terme est la valeur actuelle ou le cours moyen du dernier mois pour les titres cotés (valeur probable de négociation pour les titres non cotés)[145].
La valeur au bilan à l'arrêté des comptes conduit à la saisie d'une provision dès lors que la valeur à l'inventaire est supérieure à la valeur d'entrée ; dans le cas contraire, le principe de prudence ne permet pas de comptabiliser l'écart[146]. A titre d'illustration, aux Etats-Unis[147], il y a lieu de faire la distinction entre les titres conférant un droit de propriété et ceux conférant un droit de créance. Leurs coûts d'acquisition ne posent pas de problèmes particuliers puisqu'il suffit de comptabiliser les obligations (pour une cotation "au pied de coupon") et les actions à leur valeur d'achat augmentées des frais de courtage. Les valeurs au bilan de ces titres de placement sont comptabilisées différemment qu'elles soient en actions (à leur plus faible valeur entre leur coût d'acquisition et leur valeur sur le marché boursier d'une manière globale) ou qu'elles soient en obligations (à leur valeur d'acquisition) et ce, en conformité avec les principes généralement admis (GAAP).

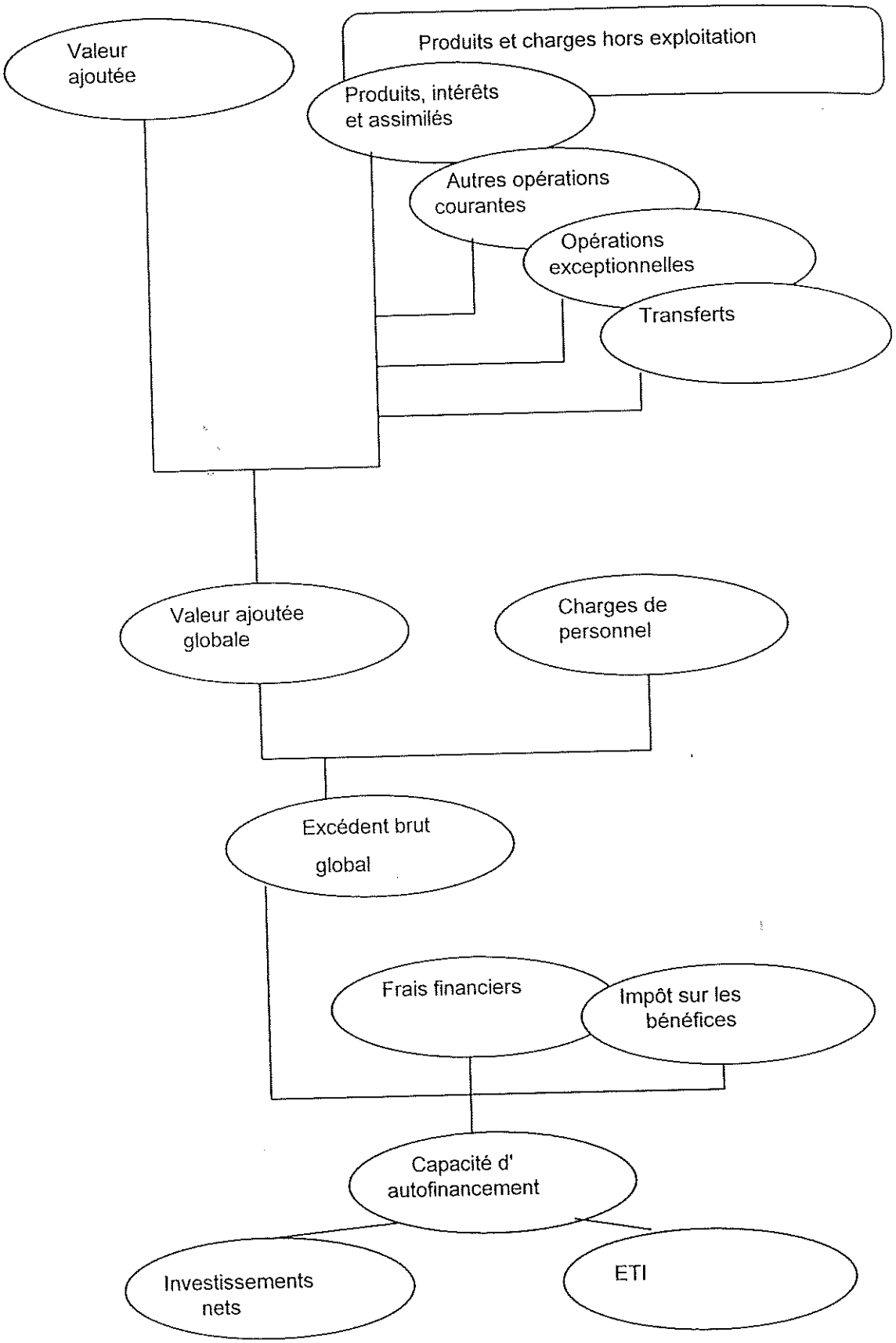
4.1.2. Formation des flux de trésorerie

Toutes les opérations engagées par une entreprise avec ses partenaires commerciaux et financiers (ventes, achats, investissement, emprunt, augmentation de capital, rémunération des créanciers, dividendes,...) se traduisent avec un décalage dans le temps par des échanges monétaires. En effet, toute création de richesse résulte d'un enchaînement entre des encaissements et des décaissements compte tenu des différentes fonctions que sont l'exploitation, l'investissement et le financement. La variation de la trésorerie réalisée au cours d'un exercice est ainsi obtenue à partir du flux de trésorerie généré (Emery et Cogger 1982) ; les flux de trésorerie négatifs réduisent le stock accumulé de trésorerie et vice-versa. Le rapprochement entre les flux issus de l'activité globale et l'investissement permet de juger à moyen terme de la solidité financière de la firme compte tenu de l'objectif de survie.

---

145 En matière de titres de participation, il s'agit de la valeur d'usage, laquelle est fonction de l'utilité que la participation présente pour une entreprise.
146 Il est possible sous certaines conditions d'effectuer des compensations entre les titres cotés (par catégories différentes) et, entre les titres cotés et les autres titres en cas de baisse anormale et momentanée. Ces titres sont considérés comme des biens fongibles.
Voir Bulletin de la COB n°209, décembre 1988 et Bulletin n°212, mars 1988.
147 Voir FASB, SFAS 12.

Schéma 4.1 : Formation de la trésorerie



L'excédent ou le déficit de trésorerie net d'investissements (ETI ou DTI) qui en ressort est un bon indicateur de la variation de la trésorerie[147] (schéma 4.1). L'ETI est le cash-flow total après impôt dégagé par la société qu'elle met à la disposition de tous ses bailleurs de fonds, créanciers comme actionnaires (Copeland, Koller et Murrin 1990). Dès lors, il doit être égal à l'ensemble des flux financiers. Ce calcul est donc compatible avec la logique des tableaux de flux de trésorerie dont la finalité est de mesurer l'aptitude d'une entreprise à générer de la trésorerie à partir de son activité globale, de constater l'utilisation de ce flux et d'exposer les arbitrages financiers nécessaires à la couverture des besoins résiduels. Le calcul de l'ETI peut se concevoir aussi bien par une méthode soustractive que par une méthode additive (voir encadré 4.2). Dans le premier modèle, il s'agit d'observer la formation de la trésorerie en ne considérant que les opérations qui ont donné lieu à des encaissements ou à des décaissements ; dans le second modèle, il s'agit des contreparties de la trésorerie d'une manière opposée. Le point obscur concerne le problème d'affectation des frais financiers. Deux raisonnements sont possibles :

- soit on considère les frais financiers comme une composante de la charge de la fonction de financement ;
- soit on considère les frais financiers comme un flux issu directement du cycle d'activité.

Il ressort de cette analyse que l'ETI est un indicateur de performance. En effet, d'un point de vue dynamique, son analyse permet de mesurer l'aptitude de l'entreprise à dégager un surplus de trésorerie lui permettant de concevoir sa politique d'investissement et, dans une moindre mesure, sa stratégie de versement de dividendes

[147] Il ne s'agit pas vraiment du "free cash-flow" qui est un concept abstrait définissant l'excédent de trésorerie après le financement de tous les projets à valeur actuelle. Sa mesure comptable réelle est quasiment impossible à calculer dans la mesure où on ne sait pas à quel moment les projets à valeur actuelle positive sont épuisés et quand des options de croissance peuvent apparaître.
La notion définie ici ressemble à celle de flux de trésorerie disponible après financement des investissements de Ternisien (1995). Elle s'inspire de la méthodologie d'analyse financière de la Banque de France (1988).

ainsi que ses décisions de financement. L'ETI est donc une fonction de la rentabilité brute globale[148]. La création d'actifs rentables est de nature à augmenter son montant, d'autant plus que le taux de croissance devient faible. Enfin, il diminue en fonction du poids des charges d'intérêts et, par extension, des conditions débitrices ainsi que du volume d'endettement.

Encadré 4.2 : Calcul de l'excédent de trésorerie net d'investissements

Méthode soustractive :

Excédent brut global
- Variation du besoin en fonds de roulement

Excédent de trésorerie global
[- Frais financiers (partie intégrante du cycle d'activité)]
- Impôt sur les bénéfices

Capacité d'autofinancement (avant ou après frais financiers)
- Investissements nets[149]

Excédent de trésorerie net d'investissements

Méthode additive :

Variation de la trésorerie
+ Remboursements[150] [avec ou sans frais financiers]
+ Distribution de dividendes
- Apports en ressources [151] dont Concours bancaires courants[152] (CBC)

Excédent de trésorerie net d'investissements

[148]C'est le rapport entre l'excédent brut global et le capital engagé moyen.
[149]Les investissements nets sont égaux à :
Investissement productif
- Subventions d'investissement reçues
+ Acquisitions de participations et titres immobilisés
+ Variation des autres actifs immobilisés hors exploitation
- Cessions d'immobilisations
[150]des obligations, des emprunts bancaires et des autres emprunts
[151]Ils sont constitués :
- de l'augmentation ou réduction du capital
- de la variation de "groupe et associés" dans dettes financières
- des nouveaux emprunts (obligations, emprunts bancaires et autres emprunts)
[152]Les concours bancaires courants sont des dettes à court terme représentant de véritables ressources de trésorerie ; ce sont, par exemple, les sommes qui correspondent à un découvert simple ou toute autre avance de trésorerie passagère.

Dans la méthode additive, il s'agit d'étudier les contreparties de l'ETI. Cette pratique permet d'identifier les points faibles de l'entreprise dans la mesure où une rupture durable de l'équilibre financier des flux de trésorerie peut remettre en cause la survie de l'entreprise. L'ETI de l'exercice conditionne, à l'évidence, les possibilités futures de recours à des nouveaux capitaux d'emprunt par l'entreprise ; il lui appartient, en effet, de connaître dans quelle mesure elle pourra faire face à ses échéances grâce à ses propres ressources internes. Le montant des emprunts[153] que les banquiers et les autres créanciers sont disposés à consentir à l'entreprise est fonction du montant des capitaux propres, de ses possibilités de remboursement et des garanties qu'elle propose.

Au total, en cas de déficit, le DTI donne l'assiette des besoins à financer pour assurer l'équilibre financier ; en cas d'excédent, l'ETI définit les possibilités d'affectation du surplus. La gestion de l'ETI donne une idée du degré de maîtrise par les dirigeants de la trésorerie dans un contexte concurrentiel donné[154]. Ce modèle suppose que l'entreprise finance ses investissements en faisant appel en priorité à l'autofinancement. C'est seulement dans un deuxième temps, qu'elle recourt à de l'endettement et éventuellement à des émissions d'actions en cas d'insuffisance du financement interne[155]. Cette hiérarchie des préférences des différentes sources de financement remet partiellement en cause le principe d'unité de caisse qui est à la base de la théorie de la neutralité du choix de financement sur la valeur de l'entreprise. La trésorerie y est considérée comme un moyen de financement pour éponger les déficits ou comme une ressource pour allouer les excédents.

[153]Le choix entre un financement bancaire ou non bancaire d'une part, à court ou long terme d'autre part, dépend des contraintes d'indépendance, du coût des crédits et de l'asymétrie d'information.
[154]Ce contexte est caractérisé par cinq forces dans le modèle de Porter (1980) : la menace de nouveaux concurrents, la position de force des fournisseurs, la position de force des clients, la menace d'arrivée des produits de substitution et la rivalité entre les firmes du même secteur.
[155]Cette logique est conforme à l'hypothèse du "pecking order" évoquée par Myers (1984).

La variation de trésorerie prend sa source dans l'ETI. Cette dernière n'est pas la seule à apporter une contribution à l'accumulation (ou à la réduction) du stock global de trésorerie car les fonds d'origine externe (dette et augmentation de capital) peuvent parfois avoir une plus forte contribution.

4.1.3. Mise en œuvre du critère de liquidité

La liquidité[156] est l'aptitude d'un actif à se transformer en monnaie dans un délai plus ou moins long et sans perte de valeur ; son appréhension dépend de l'existence de marchés secondaires et de sa position par rapport aux autres actifs du bilan. Sa mesure a occupé plusieurs générations de chercheurs. Lemke (1970) l'a évaluée par l'indicateur du flux de trésorerie (LFI)[157] qui représente la performance de la gestion de trésorerie ; la fluctuation de l'indicateur permet d'étudier l'efficience de la gestion de trésorerie d'une firme et de la nature de son activité. Emery et Cogger (1982), quant à eux, l'ont estimé par l'indicateur relatif de liquidité (RLI) qui évalue dans quelle mesure la variabilité du cash-flow peut être couverte par le stock de trésorerie, les lignes de crédits confirmées non utilisées et les flux de trésorerie[158]. Ainsi, certains actifs de long terme (des

[156] La liquidité a souvent été utilisée comme un substitut à l'encaisse c'est-à-dire aux disponibilités mais elle est traitée ici comme une propriété difficilement mesurable par un unique agrégat.

[157]
$$LFI = 1 + \frac{\Pr êt - Emprunt}{Décaissements}$$

$\Pr êt$ = Excès de trésorerie pouvant être investi en valeurs mobilières de placement

Emprunt = Excès de trésorerie accumulé à décaisser ou trésorerie en provenance d'emprunts

Décaissements = Décaissements anticipés de la période

[158] Voir aussi : Bierman (1960).

immobilisations par exemple) peuvent être plus liquides que certains actifs de court terme (des stocks de matières premières par exemple). La position de trésorerie n'est qu'une dimension de la liquidité (Foster 1986).

Par ailleurs, il faut souligner le second critère complémentaire d'exigibilité qui exprime le temps, plus ou moins long, pendant lequel des fonds et des ressources restent à la disposition de l'entreprise. La structure du bilan suivant le PCG 57 proposait un classement des postes de l'actif et du passif selon leurs degrés de liquidité et d'exigibilité[159]. Cette présentation nuisible à la tenue d'une bonne comptabilité nationale a été abandonnée par le PCG 82[160] au profit d'une approche économique pour les éléments d'actif[161] et d'une approche juridique (origine des fonds) pour les éléments de passif. Il n'en demeure pas moins vrai que cette nouvelle vision permet de reconstituer accessoirement l'analyse de la liquidité et de l'exigibilité puisqu'elle prévoit un renvoi au bas bilan :

- du montant à moins d'un an des immobilisations financières ;

$$RLI = \frac{L_0 + \mu\sigma}{\sigma\sqrt{T}}$$

L_0 = Réserves de trésorerie (stock de trésorerie + lignes de crédits)

$\mu\sigma$ = Flux de trésorerie disponible de l'ensemble de la période

σ = Ecart type des flux de trésorerie par période

T = Nombre de périodes

[159]Dans les pays anglo-saxons, les entreprises ne sont pas obligées d'établir leur bilan selon une présentation standardisée. Le bilan (après répartition des bénéfices) doit comprendre et décrire correctement tous les actifs, passifs et comptes de capitaux propres selon les GAAP. Les postes d'actifs sont classés dans un ordre décroissant de liquidité; ceux du passif sont inscrits dans un ordre décroissant d'exigibilité.

[160]Le PCG 82 (Conseil National de la Comptabilité 1986, p.I.34), précise que les critères de classement des opérations retenues dans le plan de comptes doivent assurer l'homogénéité interne des classes et des comptes à deux chiffres en fonction des catégories économiques d'opérations qu'ils sont destinés à regrouper (voir aussi art. 10 du Code de Commerce). Globalement, il a privilégié une analyse fonctionnelle des dettes (suivant une certaine exigibilité) et des créances (suivant une certaine liquidité) en distinguant les éléments financiers et les éléments d'exploitation.

[161]L'actif se décompose en éléments destinés à servir de façon durable (actifs incorporels, corporels et financiers) et en éléments du patrimoine qui, en raison de leur destination ou de leur nature, n'ont pas vocation à rester durablement dans l'entreprise sauf exceptions le plus souvent liées à des particularités d'activité (actif circulant).

- du montant à plus d'un an des créances et des charges constatées d'avance ;
- des montants à plus d'un an et à moins d'un an des dettes sauf des dettes d'acomptes et avances reçus.

La séparation entre le court terme et le long terme permet de mesurer la liquidité et l'exigibilité d'un bilan ; elle permet d'apprécier la marge de manœuvre dont dispose l'entreprise pour faire face à ses obligations. La démarcation du plan comptable vis-à-vis de cette analyse d'inspiration patrimoniale est de nature à faire la preuve qu'en réalité cette vision est insuffisante pour réaliser de bout en bout une bonne analyse économique de l'entreprise. En ne travaillant qu'avec des données comptables non retraitées ; l'analyse de la liquidité et de l'exigibilité est fondée sur l'hypothèse de continuité d'exploitation et le principe de prudence. Le croisement entre les deux approches constitue la trame d'une étude de la solvabilité de l'entreprise à partir du bilan. Globalement, la ligne de partage est habituellement fixée à un an. Les actifs (ou les passifs) sont réputés à court terme s'ils sont échangeables (ou exigibles) en monnaie dans l'année au cours du cycle normal d'exploitation de l'entreprise (payables sur demande du créditeur). La pratique montre que les critères de classement des actifs sont des cas d'espèce et dépendent des éléments en présence ; la liquidité est donc un concept flou. Il n'existe aucune définition précise de sa mesure si ce n'est que la préférence de la liquidité manifestée par les entreprises au sein d'un marché peut augmenter (ou dévaluer) la valeur de remplacement d'un actif du fait de son degré de spécificité. Le maintien de l'équilibre financier passe par la détention d'un niveau de trésorerie suffisant pour ajuster la structure à terme des ressources à la maturité des emplois[162]. Dans cet esprit, le rapprochement entre les rentrées de fonds potentielles à court terme et les décaissements virtuels permet de mesurer le risque de cessation de paiements[163].

[162]La question de l'équilibre financier posée par l'étude de la solvabilité débouche sur l'orthodoxie financière traditionnelle : le fonds de roulement patrimonial doit être positif.
[163]Dans le cadre de la loi du 24 janvier 1985 sur le redressement judiciaire modifiée par la loi du 10 juin 1994 sur la prévention et le traitement des difficultés des entreprises, la procédure de redressement

La logique des engagements hors-bilan conduit à l'intégration d'éléments tels que la capacité d'endettement excédentaire et les lignes de crédits confirmées non utilisées. Il s'agit dans ce cas d'une trésorerie hors-bilan. Plus généralement, ceci amène aussi à s'interroger sur le problème de savoir si la politique de crédit commercial intra-société et intra-groupe doit être mise au service de la fonction de trésorerie c'est-à-dire être assimilée à de la liquidité[164].

La décomposition des actifs entre l'actif économique et l'actif de trésorerie[165] dépend de la définition de la trésorerie que l'on adopte. La méthode des banquiers (Meunier, De Barolet et Boulmer 1970)[166] préconise la prise en compte des éléments hors exploitation qui peuvent se transformer en ressources sans remettre en cause le fonctionnement normal de l'entreprise (les autres débiteurs, les charges constatées d'avance d'exploitation, les effets à recevoir immédiatement mobilisables, la part des stocks jugée volontairement excédentaire, les fournisseurs et les effets à payer,...)[167]. En effet, le trésorier peut obtenir de la trésorerie sans se dessaisir d'actifs : selon Grange (1979, p.14), *il peut faire appel à des crédits non utilisés. Il transformera ainsi une capacité potentielle d'endettement en liquidités. Si ces crédits peuvent être mobilisés rapidement, cette capacité d'endettement représente une quasi-trésorerie.* Pour Levasseur (1979, p.37) : *si une entreprise n'utilise pas totalement sa capacité d'endettement, elle conserve ainsi en cas de besoin une possibilité de financement. Nous pouvons dire qu'au point de vue de la liquidité, qu'elle conserve ce volume d'endettement non utilisé, ou qu'elle*

---

judiciaire est ouverte à une entreprise dès lors qu'elle est dans l'impossibilité de faire face au passif exigible avec son actif disponible.

[164]Des relations commerciales et d'assistance qui se nouent dans les groupes entraînent des mouvements de fonds entre les entités.
Voir aussi les travaux du Conseil National de la Comptabilité sur les comptes combinés.

[165]Voir la sous-section 4.1.1 de ce chapitre.

[166]La trésorerie est égale au fonds de roulement moins le besoin en fonds de roulement d'exploitation.

[167]La liquidité des actifs hors exploitation tels que les immeubles et les meubles non nécessaires à l'exploitation de l'entreprise, autorise leur assimilation à de la trésorerie.

l'utilise et conserve son équivalent en trésorerie, cela reste totalement équivalent. En c qui concerne, les échéances des dettes à considérer, il y a lieu de faire la distinctio entre l'endettement à court terme et l'endettement à moyen et long terme. S l'assimilation de la capacité d'endettement à court terme à de la trésorerie hors-bilan[16 ne pose pas vraiment de problème, il n'en est rien pour l'endettement à plus long terme Dans ce dernier cas, l'assimilation dépend de l'objectif de la fonction financière ; ceci es effectivement vérifié s'il s'agit de saisir des opportunités d'investissement par un manœuvre de synchronisation entre les opérations d'investissement et les opérations d financement. En outre, le niveau de cette trésorerie potentielle peut être très variable e raison des possibilités de mobilisation de lignes de crédits confirmées et d'engagement hors-bilan relatifs aux nouveaux instruments financiers [169].

La notion de trésorerie présente des enjeux importants pour l'analyse des politiques d croissance externe et plus généralement des relations financières intra-groupe[170]. Le comptes consolidés ne permettent pas de reconstituer l'ensemble des flux financiers Selon que les acquisitions répondent à une logique industrielle de structuration de groupes, à une logique de diversification conglomérale[171] ou à un motif de spéculation l'analyste doit chercher à mieux appréhender ces relations. Quoi qu'il en soit, le immobilisations financières acquises dans le cadre de la politique de croissance externe peuvent être classées dans les actifs physiques lorsqu'elles ont un niveau de liquidite faible. Les immobilisations financières peuvent correspondre à des placement

[168]C'est le cas des lignes de crédits confirmées non mobilisées.
[169]Ces lignes de crédits mobilisables dans un délai très court sont généralement tirées à court terme avant d'être remplacées par des crédits à moyen et long terme.
[170]En d'autres termes, une entreprise qui cherche à accroître ses parts de marché et sa capacite bénéficiaire peut le faire par le biais de prises de participation ou en acquérant directement des actif industriels et commerciaux pour diminuer ses risques.
[171] Voir Batsch (1992), Cohen et Coutrot (1992).
Par simple commodité, on peut poser comme principe que toutes les immobilisations financières qui ne disparaissent pas lors d'une consolidation sont des actifs financiers par nature et par destination. En revanche, celles qui disparaissent par élimination sont des actifs industriels par destination.

financiers au même titre que des actifs de trésorerie si l'entreprise peut les revendre à tout moment et au moindre coût.

Le groupe accorde à la société des prêts et des avances en plus de sa participation dans le capital de ses entreprises afin que celles-ci puissent faire face à leurs besoins de financement, en particulier, des besoins momentanés de trésorerie. Les prêts et les créances rattachées à des participations sont suffisamment liquides pour être considérés comme des actifs de trésorerie. C'est également pour renforcer la structure financière de leur entreprise que les actionnaires et les associés mettent ou laissent à la disposition de l'entreprise des sommes en compte courant[172]. On peut traiter le poste "groupe et associés" dans les autres dettes et les autres créances comme de la trésorerie[173]. Cette méthode qu'il est convenu d'appeler "méthode des groupes" joint à la trésorerie les immobilisations financières lorsqu'elles sont acquises dans un but strictement financier par opposition à une logique industrielle ou commerciale[174]. L'aménagement des renseignements auprès du groupe serait également nécessaire pour mieux évaluer l'aide reçue du groupe dans le cadre d'un pool de trésorerie.

---

[172]Ces sommes produisent des intérêts à un taux fixé par les statuts, le conseil d'administration et l'assemblée générale. A la date de leur exigibilité, ils sont inscrits au débit du compte de charges : 6611 = intérêts des comptes et des dépôts créditeurs (sous-compte de 661 = charges d'intérêts).

[173]Les comptes courants ouverts aux administrateurs personnes physiques (ou à des associés des SARL) dans les livres d'une société indépendante ne doivent en aucun cas, présenter un solde débiteur. Les comptes d'associés responsables des sociétés de personnes et eux seuls, peuvent avoir un solde débiteur, à condition que les statuts autorisent les avances aux associés et que ce solde ne dépasse jamais le montant des bénéfices à leur attribuer personnellement. L'article 12 de la loi bancaire du 12 janvier 1984 autorise les prêts et avances consentis à une entité du groupe (comptes 451 et 455). Le poste "groupe et associés" comprend également les comptes d'associés d'apports en société et d'opérations en capital (comptes 456 et 458). Les dividendes à payer sont comptabilisés au passif (compte 457).

[174]Le PCG 82 (p. I.42) et le code de commerce (art. D 20) précisent que les titres de participation sont des titres dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société ou d'en assurer le contrôle. Il y a participation lorsque le montant des titres détenu est supérieure à 10% de la société émettrice ou lorsque les titres ont été acquis par des opérations d'OPA-OPE. Ainsi, ils font partie de l'actif économique surtout lorsqu'ils sont inclus dans le périmètre de consolidation.

Par ailleurs, il existe des titres autres que les titres de participation que l'entreprise a l'intention de conserver durablement (PCG 82, p. I.42). La détention de ces autres titres immobilisés qui ont le caractère de titre de placement à long terme n'est pas en général, jugée utile à l'activité de l'entreprise (Bull. n°209, décembre 1987). Dès lors, la quasi-totalité de ces titres sont acquis à des fins financières.

4.1.4. Analyse comptable et financière

Etant donné que l'on cherche à mesurer la valeur comptable et financière de la trésorerie, il est normal de décrire les contours de la comptabilité en ayant à l'esprit ses limites. *En effet, la comptabilité générale fournit à l'analyse financière sa source d'information la plus systématique et la plus élaborée, même si cette source n'est pas unique* (Cohen 1994, p.58). La finalité d'image fidèle et la mise à disposition d'une information comptable mieux adaptée aux besoins de l'analyse financière ont atténué quelque peu les biais comptables inhérents à l'application des conventions et méthodes comptables classiques. Malgré l'utilisation des retraitements extra-comptables, la comptabilité comporte toujours des anomalies qu'il ne faut pas ignorer lors de diagnostics financiers.

Ainsi, les entreprises procèdent à une véritable gestion de leurs options comptables. Ces options ont une forte incidence sur les comptes. Si certaines options sont déjà observables dans les comptes sociaux, la plupart sont spécifiques aux comptes consolidés. Selon l'option choisie qui n'apparaît pas clairement dans l'annexe, certains éléments vont être portés dans les immobilisations, être amortis[175] ou figurer dans les capitaux propres ou encore en charges de l'exercice, avec notamment des répercussions au niveau de la rentabilité financière, du taux d'endettement et de la capacité d'endettement. Le choix d'une méthode comptable n'est donc pas neutre. Ceci est particulièrement vrai pour les entreprises qui présentent des comptes consolidés. L'étude présentée par le Crédit National (1989) a montré l'incidence sur les comptes d'options retenues de certains traitements.

[175] Selon le plan comptable 82, l'amortissement est la constatation comptable d'un amoindrissement de la valeur d'un élément d'actif résultant de l'usage, du temps, de changement technique et de toute autre cause. En raison des difficultés de mesure de cet amoindrissement, l'amortissement consiste généralement, dans l'étalement, sur une durée probable de vie, de la valeur des biens normalement amortissables

Selon la théorie positive, les entreprises optent pour les règles et les procédures comptables qui présentent l'image la plus appropriée à leurs objectifs[176]. Ces dernières peuvent même chercher à exercer une influence sur le processus d'élaboration des normes comptables (Watts et Zimmerman 1978)[177]. D'autre part, les dirigeants peuvent avoir un intérêt personnel dans le choix des méthodes comptables. Ces derniers vont choisir celles qui maximisent la valeur de la partie variable (le bénéfice est l'indicateur de base) de leurs rémunérations. Ils auront également tendance à favoriser la réalisation de bénéfices comptables courants plutôt que futurs (Hagerman and Zmijewski 1973). Dans le cadre de l'élaboration de sa politique comptable, l'entreprise est ainsi amenée malgré elle, et parfois avec le soutien implicite des auditeurs, à faire des choix qui l'engagent vis-à-vis de ses partenaires - destinataires des informations comptables (créanciers, investisseurs, administration fiscale, etc.).

La comptabilité donne essentiellement un solde agrégé et synthétique qui permet de passer du stock d'un exercice au stock de l'exercice suivant. Le choix de la date de clôture de l'exercice est primordial surtout en matière de trésorerie. Par exemple, les portefeuilles des fournisseurs d'une entreprise arrivent généralement à échéance juste avant la fin de l'exercice alors que ceux des clients le sont bien plus tard au cours de l'exercice ; ceci joue sur le niveau de trésorerie. Le phénomène de saisonnalité joue parfois autant que l'aptitude de l'entreprise à tirer parti des normes comptables[178]. En outre, les opérations susceptibles d'affecter le niveau de trésorerie sont uniquement celles qui se traduisent par un enrichissement (création ou apports) ou par un appauvrissement (destruction ou retrait) de l'entreprise[179]. Dès lors, tout accroissement

[176]Concrètement, ce positivisme comptable conduit à une activité de créativité comptable dans les entreprises.

[177] Ceci est d'autant plus vrai aux USA où la normalisation comptable est privée.

[178]*A posteriori,* certains engagements hors-bilan peuvent avoir une influence extrêmement importante sur l'évolution de la trésorerie comme par exemple les lignes de crédits non utilisées.

[179]Une opération de cession-bail (ou "lease back") peut conduire a augmenter notablement le montant de la trésorerie puisque l'entreprise vend un outil de production (immeuble de son siège, usine...) dont elle garde le droit d'usage par le biais d'une location. Economiquement, l'immobilisation sort de l'entreprise en contrepartie de trésorerie et y rentre en contrepartie d'un prêt.

des postes de passif (dettes et fonds propres) ou des autres postes d'actif (immobilisations, stocks et créances) sans contrepartie en trésorerie est généralement neutralisé au niveau du diagnostic financier. C'est le cas notamment des écarts de réévaluation dans les comptes sociaux et des écarts d'acquisition dans les comptes consolidés.

Les limites de la comptabilité consécutives à la multiplication des options comptables, à l'application des conventions comptables (les règles de présentation des documents de synthèse, la finalité d'information comptable, les principes comptables et la contrainte de la partie double...) et aux méthodes comptables (méthodes d'évaluation et de réévaluation, amortissements, provisions...) laissent apparaître des lacunes et des imprécisions qui permettent de développer l'imagination des comptables ; ceci a conduit au phénomène de la comptabilité créative. Celle-ci est apparue à la suite d'un certain nombre d'événements concernant l'utilisation de techniques comptables discutables sur le plan de l'image fidèle[180]. Elle a conduit à discréditer l'image de la comptabilité et des comptables. *Elle est une pure illusion permettant à certains journaux, magazines (voire éditeurs), d'accroître leur tirage après avoir découvert que la comptabilité n'était pas une science exacte* (Stolowy 1994). *Son caractère distinctif tient à l'imagination comptable mise en œuvre pour traduire les innovations juridiques, économiques et financières pour lesquelles il n'y a pas toujours, lors de leur émergence, de solutions comptables normalisées ou réglementées* (Hoarau 1995). Ainsi, certaines entreprises prennent des libertés comptables dans le but de présenter des résultats attractifs et de disposer de liquidités (Abouchahla 1993). La notion de créativité comptable ne doit pas être prise seulement dans un sens péjoratif (position des victimes), elle doit être prise aussi dans un sens positif notamment comme une technique permettant d'atteindre un objectif précis et légitime comme l'amélioration de la qualité de l'information

[180] On soutient ici l'idée que la créativité comptable pure consiste à manipuler avec toute la technicité que cela implique, les méthodes et les procédures comptables.

comptable. Le développement des nouveaux instruments financiers rend encore plus nécessaire cette créativité.

Dans tous les cas, il faut distinguer les opérations qui modifient le niveau de trésorerie de celles qui modifient la structure du bilan. La variation du volume absolu s'apparente à la modification de la richesse créée au cours de l'exercice. La variation de la structure du bilan est non seulement relative aux flux monétaires mais aussi à toutes les opérations non monétaires qui ont pour objet d'augmenter le montant du total bilan. En touchant les postes du passif et de l'actif, l'habillage de bilans affecte implicitement l'évolution de la trésorerie. Parler de la variation des actifs monétaires revient ainsi à analyser les différents postes du bilan et du compte de résultat au travers de l'équilibre financier. *A priori,* l'évolution des dettes financières et des fonds propres joue directement sur cet équilibre lorsque le bilan n'est pas retraité. Le niveau du besoin de financement du cycle d'activité dépend des différentes composantes que sont les stocks, les créances et les dettes. Il représente le volume de capitaux immobilisés dans le cycle d'activité qui provient des décalages séparant la date d'engagement des opérations de la date de leur imputation en trésorerie. Les délais de paiement accordés par les fournisseurs et les délais de règlement accordés à la clientèle sont des éléments non comptables sur lesquels une entreprise peut jouer pour améliorer notablement sa trésorerie. Dans le cadre de sa politique commerciale, elle devra en outre arbitrer entre l'octroi de crédits clients et le risque de voir son chiffre d'affaires chuter compte tenu des acomptes. La manipulation du poste de trésorerie concerne surtout l'impact des effets escomptés non échus[181] sur le montant des créances dans la mesure où ceux-ci ont un coût. Sur le plan économique et financier, ces opérations sont traitées : soit comme une cession de créance, soit comme un prêt. Dans les deux cas, le montant des disponibilités est augmenté en contrepartie du montant des créances cédées inscrit en hors-bilan ou du prêt inscrit en concours bancaires courants. Le retraitement[182] consiste à neutraliser

[181] Il faut aussi considérer la cession des créances "Dailly" et l'affacturage.
[182] La Banque de France (1988) propose notamment cette solution.

l'impact de ces opérations puisqu'on considère que la trésorerie ainsi créée est artificielle et correspond à une diminution de la richesse de l'entreprise par anticipation à de nouvelles entrées. L'utilisation de valeurs comme la moyenne du stock initial et du stock final est peut être insuffisante mais permet malgré tout de capter dans certains cas l'essentiel de cette créativité.

L'appréciation de la trésorerie au travers des données comptables peut donc se faire de trois manières (encadré 4.3) :

- par l'analyse de la liquidité ;
- par la détermination du poids de trésorerie ;
- par l'appréhension de la variation des flux de trésorerie.

Premièrement, deux types de ratios de liquidité peuvent traduire l'aptitude de la firme à respecter tous ses engagements à court terme[183]. Le ratio de liquidité générale ou de fonds de roulement (TR1) représente le degré de couverture des dettes à court terme par l'actif circulant. Il rapproche les liquidités potentielles et les exigibilités potentielles de sorte qu'un niveau supérieur à 1 équivaut à un fonds de roulement net positif[184]. Le ratio de liquidité réduite (TR2) traduit l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses échéances à court terme avec ses créances réalisables, ses disponibilités et ses valeurs mobilières de placement[185] dans la mesure où les stocks ne sont pas toujours facilement transformables en monnaie. Le ratio de liquidité immédiate (TR3) mesure la capacité de l'entreprise à liquider immédiatement ses dettes à court terme avec ses seules disponibilités et valeurs mobilières de placement. Deuxièmement, plusieurs ratios peuvent être utilisés par les analystes financiers pour appréhender la position nette de trésorerie de la firme.

[183] Le travail se focalisera sur le principe d'immédiateté par la suite. Mais cela ne doit pas faire oublier que suivant le contexte, le ratio de liquidité générale peut être le plus pertinent. C'est le cas notamment du secteur du bâtiment et des travaux publics.

[184] A ne pas confondre avec la trésorerie hors-bilan définie par ailleurs.

[185] Elles comprennent les billets de trésorerie souscrits.

Encadré 4.3 : Les ratios de trésorerie et de liquidité

$$TR1 = \frac{\text{Stocks + Créances + Valeurs mobilières de placement + Disponibilités}}{\text{Dettes à court terme}}$$

$$TR2 = \frac{\text{Créances + Valeurs mobilières de placement + Disponibilités}}{\text{Dettes à court terme}}$$

$$TR3 = \frac{\text{Valeurs mobilières de placement + Disponibilités}}{\text{Dettes à court terme}}$$

$$TR4 = \frac{\text{Disponibilités + Valeurs mobilières de placement}}{\text{Total bilan}}$$

$$TR5 = \frac{\text{Disponibilités + Valeurs mobilières de placement}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

$$TR6 = \frac{\text{Disponibilités + Valeurs mobilières de placement}}{\text{Dettes financières}}$$

$$TR7 = \frac{\text{Variation de la trésorerie}}{\text{Disponibilités + Valeurs mobilières de placement}}$$

$$TR8 = \frac{\text{ETI}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

$$TR9 = \frac{\text{Apports en ressources stables + CBC - Remboursements}}{\text{Capital et primes + Endettement financier}}$$

$$TR10 = \frac{\text{Réserves d'autofinancement}}{\text{Capital et primes + Endettement financier}}$$

L'analyse de la trésorerie s'effectue en rapportant la masse des disponibilités et des valeurs mobilières de placement au total du bilan (TR4), au total du chiffre d'affaires (TR5) ou aux dettes financières (TR6). Le choix du ratio explicatif du poids de la

trésorerie détenu est fonction de la nature de l'activité. En effet, une entreprise disposant d'une trésorerie stable au cours du temps aura une préférence pour TR4, celle qui gère une trésorerie variable s'intéressera plus à TR5 et celle qui détient une trésorerie pléthorique n'hésitera pas à choisir TR5. Troisièmement, pour étudier l'aspect dynamique de la trésorerie, il est possible de combiner plusieurs ratios : le ratio de variation de la trésorerie (TR7) et le ratio de flux de trésorerie (TR8). Il est difficile de définir la part de chaque source de financement dans la trésorerie (fonds internes ou externes). De ce fait, on peut envisager d'estimer la trésorerie en provenance des fonds externes par le taux d'accumulation des apports externes nets (TR9) et le risque de financement interne par le taux de financement interne (TR10).

4.2. La mesure du concept d'endettement financier net

La mesure du concept d'EFN en comptabilité d'entreprise est issue de la notion de dette nette en comptabilité nationale. Elle en est toutefois différente en raison des diverses conceptions de la notion de trésorerie. D'ailleurs, sa pertinence dépend du niveau de trésorerie. Deux méthodes de calcul peuvent être proposées aux entreprises en fonction de leur nature. La méthode simple est suffisante lorsque la détermination de la trésorerie ne présente pas de difficultés particulières. Dans le cas contraire, notamment en situation de groupe, la méthode des groupes est utile pour prendre en compte une notion extensive de la trésorerie appropriée. L'EFN introduit l'idée d'un endettement théorique puisqu'il est un solde entre des fonds empruntés et des fonds liquides détenus. Le nombre croissant d'entreprises pouvant l'utiliser en fait un outil d'analyse financière d'avenir.

4.2.1. Justification de son utilisation dans les entreprises

La notion de dette nette (ou inversement de créance nette) en comptabilité nationale, fait intervenir l'idée selon laquelle tous les agents économiques[186], excepté les institutions financières qui assurent un rôle d'intermédiation, participent aux circuits financiers soit pour fournir des fonds lorsqu'ils ont une capacité de financement, soit pour en emprunter lorsqu'ils ont un besoin de financement (voir encadré 4.4). Cette notion répond à une préoccupation d'équilibre financier résultant des opérations financières effectuées entre les différents agents économiques et consacre le principe de symétrie selon lequel la dette de l'un est la créance de l'autre ; l'esprit sous-jacent au calcul de cet indicateur est l'hypothèse de compensation[187].

En comptabilité nationale, les placements financiers sont entendus comme l'ensemble des immobilisations autres que les actions et les titres de participation ; il existe en outre la notion de fonds propres nets qui n'a pas d'équivalent en comptabilité d'entreprise, tout au moins, dans le modèle que l'on préconise. Dans le rapport annuel sur les Comptes de la nation publié par l'INSEE chaque année, la dette nette d'un agent économique est calculée par la différence entre les dettes et les créances, hors crédits commerciaux. Il est donc clair que toute dette correspond *a posteriori* à une créance. Il en ressort que l'endettement net de la nation doit être égal au solde des relations avec le reste du monde.

[186] Les sociétés et quasi-sociétés, les institutions de crédit, les entreprises d'assurance, les administrations publiques, les administrations privées, les ménages et le reste du monde.
[187] Ceci pose la question de savoir si la trésorerie est réellement la contrepartie de la dette.

Encadré 4.4 : Les agrégats de la comptabilité nationale

Dette nette	= Dette brute - Placements financiers
Dette brute	= Obligations + Billets de trésorerie + Crédits à moyen et long terme (hors crédits commerciaux) + Prêts à court terme (hors crédits commerciaux et décalages comptables)
Placements financiers	= Crédits et prêts (hors crédits commerciaux et décalages comptables) + acquisitions actions devises + Parts d'OPCVM + Obligations + Titres du marché monétaire + Autres liquidités hors comptes d'associés + Moyens de règlement en francs + Moyens de paiement internationaux
Flux d'endettement brut	= Crédits à moyen et long terme (hors crédits commerciaux) + Prêts à court terme (hors crédits commerciaux et décalages comptables, y compris effets escomptés non échus) + Obligations + Billets de trésorerie
Flux d'endettement net	= Flux nets d'endettement brut - Variation des placements financiers
Financement externe net	= Flux d'endettement brut + Emissions nettes de fonds propres - Variation des placements financiers
Fonds propres nets	= Fonds propres externes nets déflatés - Fonds propres internes
Fonds propres internes	= Epargne brute cumulée - Dotations aux amortissements cumulées (durée 12 ans)
Fonds propres externes nets	= Actions et participations + C/C associés nets - C/C associés nets - Actions et participations
Fonds propres externes nets déflatés	= Actions et participations "nettes" déflatées de l'indice de valorisation des actions du TOF + C/C associés nets

Fonds propres nets	= Fonds propres externes nets déflatés + fonds propres internes
Capitaux engagés nets	= Fonds propres nets + Dettes brutes - Placements financiers = Position financière nette
Capacité de financement (ou besoin de financement)	= Epargne brute + Aides à l'investissement + Autres transferts en capital - Formation brute de capital fixe - Terrains - Actifs incorporels - Impôts en capital et transferts en capital - Variation de stocks

A titre d'illustration, le tableau 4.1 présente la situation de l'endettement net des sociétés et des quasi-sociétés au cours des neuf dernières années. En 1992, leur dette nette (ou besoin de financement) s'élève à 4 798 milliards de francs soit à peu près le double par rapport à 1984. Le mouvement général de hausse de la dette nette des sociétés et des quasi-sociétés et surtout la mise en œuvre de réformes des marchés financiers ont donc provoqué une réallocation des portefeuilles financiers, en faveur notamment des titres de placement.

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

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

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

Tableau 4.1 : Evolution de la structure des placements financiers et des dettes nettes des sociétés et quasi-sociétés en fin d'année[188]

(En milliards de francs)	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	19
Liquidité moy. de paiement	511	501	434	570	588	696	791	699	7(
Titres de placement	0	10	26	117	124	203	239	262	31
Actions et obligations	1780	2511	4104	3878	5750	8100	6708	7924	81
Crédits en frs et en devises	1950	1986	2062	2255	2622	3003	2908	3152	33
Réserves d'assurance	40	49	54	59	66	55	66	90	1(
Total des créances	4281	5057	6680	6879	9150	12057	10712	12127	126
Total des dettes brutes	6641	7820	10071	9995	13238	16865	14940	16986	174
Total des dettes nettes	2360	2763	3391	3116	4088	4808	4228	4859	47

Source : Comptes de la nation, INSEE 1992.

188 Les sociétés et les quasi-sociétés non financières comprennent les sociétés publiques (établissements publics, sociétés d'économie mixte, entreprises nationales), les quasi-sociétés (France Télécom, La Poste...), les sociétés et les organismes privés. Pour avoir une évaluation plus correcte des dettes nettes des sociétés et des quasi-sociétés, il conviendrait de retraiter le volume net des actions et autres participations.

Au fond, l'idée d'un EFN n'est pas nouvelle puisqu'elle est analogue à celle qui a présidé à la mise en œuvre de la trésorerie nette. Force est de constater que le PCG 82 est devenu incapable de prendre en compte certains phénomènes modernes de la finance d'entreprise, en particulier le niveau d'endettement réel d'une entreprise qui possède un volume important de trésorerie "actif". L'EFN représente la différence entre un solde de dette financière et un stock de trésorerie.

Le problème de la trésorerie conduit à se soucier à la fois de la gestion des moyens financiers (négociation et contrôle des conditions bancaires, politique de placements, gestion à court terme et à long terme de la liquidité, couverture des risques de taux et de change,...), de la gestion administrative de ces moyens et de la réalisation d'opérations périphériques (crédit management, couverture des risques matières,...)[189]. Or, la gestion de la dette, tout comme celle relative aux fonds propres, mettent en jeu principalement trois voies d'analyse : le choix de financement, la structure financière, l'étude de l'effet de levier et du risque financier.

Dans cet esprit, l'EFN met en exergue l'articulation entre le coût de financement et le rendement des actifs de trésorerie. Il est au centre de la problématique de l'équilibre financier, laquelle résulte de l'opposition entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs[190]. Le financement de la trésorerie par de la dette que semble induire le calcul de l'EFN, peut paraître absurde. Quoi qu'il en soit, la fonction de trésorerie à l'actif et la fonction de financement au passif semblent s'exercer au sein d'une entité commune homogène de sorte qu'il soit possible de compenser les actifs de trésorerie avec les instruments de dette.

Il est souvent admis que le meilleur placement des liquidités de l'entreprise peut être le désendettement surtout lorsque la fonction de trésorerie et celle du financement sont liées. Le solde de liquidité est traité comme si l'entreprise l'utilisait pour se désendetter ;

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

[190]La liquidité des actifs correspond au temps de transformation des actifs en monnaie alors que l'exigibilité est le rythme de remboursement des dettes.

il s'agit d'une manœuvre de désendettement implicite. Virtuellement, la politique de trésorerie d'une entreprise permet de diminuer son taux d'endettement. La dette permet ainsi de limiter le risque de gaspillage free cash-flow[191] puisqu'elle oblige incidemment les dirigeants à se défaire de liquidités qu'ils n'auraient pas versées aux actionnaires sous forme de dividendes (Jensen 1988).

La proposition selon laquelle la liquidité est la contrepartie de la dette conduit à affirmer qu'elle accroît la capacité d'endettement dans la mesure où elle est un bon collatéral pour les créanciers (Schleiffer et Vishny 1992). L'assiette globale de crédit, représentant la capacité d'endettement du débiteur, est d'autant plus élevée que les actifs de la firme sont liquides, c'est-à-dire redéployables au sens de Williamson (1988). En effet, si un événement impose à l'entreprise de rembourser ses dettes, elle va d'abord utiliser sa trésorerie excédentaire avant d'envisager d'autres moyens possibles. L'EFN permet ainsi d'estimer la capacité réelle de remboursement d'une entreprise et sa vulnérabilité face au risque de faillite. L'écart entre l'endettement financier brut et l'EFN représente le niveau de trésorerie nécessaire à la mise en œuvre de la flexibilité financière, c'est-à-dire l'aptitude de la firme à tirer parti de son comportement en matière de trésorerie. Il donne une idée de ses possibilités à financer de nouveaux besoins inhérents à la politique de développement et, dans une moindre mesure, de son indépendance vis-à-vis des apporteurs de capitaux.

Le corollaire de l'axiome de base de la thèse du concept d'EFN est la neutralité de la politique de désendettement. Si la trésorerie "actif" est la contrepartie de la dette, alors le désendettement ne devrait produire aucun effet sur le montant de l'EFN. Celui-ci est un artifice qui permet de prendre la mesure du degré de désendettement maximum de l'entreprise si une telle décision est approuvée par les dirigeants de l'entreprise. Dans la mesure où le niveau élevé de la trésorerie d'une entreprise s'explique par la supériorité de ses performances financières, le désendettement n'est pas seulement une opération

[191] Voir *supra*.

juridique de remboursement (extinction d'une dette), mais il est également entendu comme une opération comptable de compensation (remboursement technique). On est en présence d'opérations réciproques puisque le désendettement induit des économies de frais financiers alors que le placement financier génère des produits financiers. La trésorerie "actif" peut donc être vue comme la représentation d'un endettement financier net négatif. Du point de vue juridique et comptable, les choses sont plus compliquées[192]. En réalité, une entreprise qui dispose d'une trésorerie "actif" importante se trouve face à un dilemme : se désendetter, investir, distribuer des dividendes ou conserver sa trésorerie en stock en anticipant des emplois.

Comme indiqué ci-dessus, l'EFN ne vaut que pour des valeurs positives engrangées en comparaison avec l'endettement financier brut ; le cas limite étant celui où il devient négatif[193]. Ceteris paribus, les sociétés qui centralisent la trésorerie dans les groupes ont un EFN qui est généralement négatif. Ce niveau correspond à la situation d'une entreprise qui a développé une forte activité financière avec parfois des résultats financiers largement positifs et suffisants pour compenser d'éventuels déficits du résultat d'exploitation. En dehors des filiales financières des groupes, cela peut être non seulement le cas des holdings financiers ayant investi dans des portefeuilles de participations importants[194] mais aussi des firmes indépendantes dont l'activité génère une trésorerie pléthorique (augmentation de capital, autofinancement de plusieurs exercices, endettement...). En revanche, les autres entreprises membres d'un groupe devraient avoir un niveau de trésorerie "actif" plus faible que toute entreprise indépendante quelconque puisque leur trésorerie est régulièrement irriguée ailleurs.

---

[192]Le PCG 82 n'admet pas de compensation entre les créances et les dettes afin d'éviter une perte d'information dans les comptes (règle de non-compensation). Mais une compensation peut être opérée au moment des règlements en virant des montants du compte "clients" au compte "fournisseurs" (ou réciproquement). Pourtant, dans son article 1291, le code civil permet la compensation sous certaines conditions.

[193]Le poids des firmes industrielles de la base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France qui détiennent un EFN négatif est passé de 4.25% en 1984 à 16.49% en 1992.

[194]Que cela soit pour des motifs de spéculation ou de stratégie industrielle.

Beaucoup de groupes se fixent des objectifs en termes d'EFN égal à zéro et/ou de frais financiers nets égaux à zéro. *Un groupe qui possède un EFN proche de zéro est dans une situation où ses frais financiers nets sont très faibles*[195]. Le groupe Renault utilise l'indicateur d'EFN pour montrer l'évolution de son endettement réel[196]. Dans le groupe Peugeot SA-Peugeot-Citroën, les dirigeants ne cachent pas que leur objectif "est d'atteindre un taux d'EFN voisin de zéro..."[197]. On peut en effet considérer qu'une firme dans cette situation a un risque financier faible car les produits financiers inhérents à l'activité de trésorerie permettent de compenser autant que faire se peut les charges financières relatives au service de la dette.

4.2.2. Méthode simple

L'EFN ne se conçoit que pour les firmes qui détiennent un volume important de trésorerie ; l'idéal est donc de considérer la part de la trésorerie excédentaire. Il s'agit de la trésorerie détenue en excès de l'encaisse de transaction[198]. Pourtant, l'impossibilité de décomposer les liquidités de la firme en différents motifs de détention (transaction, précaution, spéculation et financement) et de mesurer l'ensemble de la trésorerie hors-bilan conduit à retenir une vision strictement comptable.

Dans sa version de base, l'EFN représente l'endettement financier brut diminué des postes de trésorerie situés à l'actif du bilan (voir encadré 4.5). L'endettement financier brut rassemble dans un même ensemble, les dettes obligataires et les emprunts bancaires.

---

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

196 Dans un entretien accordé à la revue Investir du 7 novembre 1994, le président du groupe Renault a indiqué que son EFN est passé de 7,8 milliards à fin 1993 à 2,2 milliards en juin 1994.

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

198 Une façon d'évaluer l'encaisse de transaction est de calculer le niveau minimum d'encaisse que la firme atteint au cours d'une période de référence donnée.

L'EFN sous-entend l'idée que le risque de transformation que court une entreprise est faible et ce, contrairement aux croyances établies. En effet, un endettement à court terme renouvelable de manière quasi-permanente peut être considéré comme étant stable. De fait, tout risque de fluctuation des taux d'intérêt et de non-renouvellement lié à cette dette est compensé par une économie sur les frais financiers à court terme.

Encadré 4.5 : Méthode simple

Endettement financier net	= Endettement financier brut - Trésorerie "actif" simple = Capital engagé net - Financement propre
Capital engagé net	= Capital engagé - Trésorerie "actif" simple
Trésorerie "actif" simple	= Placements financiers à court terme dont _Valeurs mobilières de placement _Billets de trésorerie souscrits + Disponibilités = Endettement financier brut - Endettement financier net
Trésorerie "passif" simple[199]	= Crédits bancaires courants
Endettement financier net à court terme (ou trésorerie nette)	= Trésorerie "passif" simple - Trésorerie "actif" simple
Encaisse stratégique potentielle	= Trésorerie "actif" simple + Actifs hors exploitation
Endettement financier net "stratégique"	= Endettement financier brut - Encaisse stratégique potentielle
Frais financiers nets	= Intérêts et charges assimilées - Autres intérêts et produits assimilés (sur les placements financiers à court terme)

[199]Aux Etats-Unis, la distinction entre dettes financières à court terme et dettes financières à long terme est loin d'être aussi évidente.

Quant à la trésorerie "actif", elle est traditionnellement définie comme un stock de monnaie. D'un point de vue institutionnel, la monnaie est une créance des agents économiques sur le système bancaire[200]. Elle se différencie donc nettement des autres actifs financiers qui portent intérêts. Sous l'impulsion de la déréglementation, la définition de la monnaie a évolué passant d'une conception institutionnelle à une conception fonctionnelle qui privilégie davantage la notion de liquidité. *L'élargissement de la gamme des placements a réduit la demande d'encaisses puisque les agents économiques ont pu trouver des instruments d'épargne mieux rémunérés et tout aussi liquides que certains actifs monétaires... Il n'existe plus désormais de frontière précise entre la monnaie et les autres actifs financiers de sorte que des modifications marginales de l'environnement sont susceptibles d'altérer très vite et très fortement la structure des portefeuilles* (Pollin 1988, p.25).

La notion de liquidité apparaît dorénavant comme un bon critère d'appréciation des actifs de trésorerie qui combinent parfois les avantages de la monnaie et ceux des actifs financiers. Ceci permet de définir la trésorerie de base comme l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Ce dernier élément comprend, entre autres, les titres des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (O.P.C.V.M.) et les nouveaux titres du marché monétaire (bons du trésor négociables, certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons émis par les établissements de crédit).
Cette définition quantitative de la trésorerie ne tient pas compte de la trésorerie hors-bilan représentant le montant de trésorerie effectif que l'entreprise peut mobiliser très rapidement sans être contrainte par des pressions extérieures ; le meilleur exemple étant l'existence d'une large capacité d'endettement ou de lignes de crédits confirmées.

[200] Il s'agit de la vision de la théorie des portefeuilles qui présente la monnaie non pas d'abord comme un étalon de mesure ou un moyen de paiement, mais surtout comme une réserve de valeur. Elle est un bien à part entière.

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

- soit par la méthode soustractive, il est égal à l'endettement moins la trésorerie "actif";
- soit par la méthode additive, il est égal au capital engagé auquel on soustrait la trésorerie "actif" et le financement propre[201].

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

Par extension, on peut envisager une autre acception de l'EFN que l'on qualifie de "stratégique". Celui-ci prendrait en compte dans la trésorerie "actif" tous les actifs hors exploitation[202], c'est-à-dire tous les éléments non nécessaires à l'activité de l'entreprise.

En tant qu'indicateur de structure, le concept d'EFN conduit à s'interroger sur le degré de vulnérabilité d'une entreprise qui possède une trésorerie "actif" importante. Il consacre par là-même la notion de charges financières nettes (ou frais financiers nets) ; celles-ci correspondent aux charges financières décaissées (du fait de l'endettement) diminuées des produits financiers encaissés sur les placements financiers à court terme. Les frais financiers nets sont entendus comme les conséquences de la politique de financement de l'entreprise[203]. Les plus ou moins-values de cessions sur les placements financiers à court terme et les différences de change ne sont pas incluses dans cette définition car elles sont soit exceptionnelles, soit relatives aux relations commerciales.

Même si la notion de trésorerie excédentaire, condition indispensable à la pertinence du concept d'EFN, est plus ou moins abstraite, l'appréhension de l'EFN est tout de même

[201]Le financement propre représente la somme des postes "capital social", "primes" et "réserves d'autofinancement" (résultats, amortissements et provisions).
Voir Banque de France (1988).

[202]Il s'agit de l'encaisse stratégique potentielle.

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

possible dans toutes les entreprises. C'est un indicateur qui recouvre le concept antéri d'endettement financier brut et qui apporte en plus un éclairage à un phénomè nouveau. Dans les schémas 4.2 à 4.8, on peut observer le caractère universel de mesure de l'EFN. Plusieurs profils d'entreprises peuvent être représentés par simulati sur ordinateur. On considère respectivement le niveau de trésorerie, le nive d'endettement financier brut et le niveau d'EFN. Ces schémas définissent sept situatio types qui peuvent caractériser l'évolution parallèle des trois différents agrégats qui sc manifestement liés[204]. Le cas où le volume d'EFN est supérieur à celui de l'endetteme financier brut n'est pas traité ; il ne concerne qu'une minorité d'entreprises. Ainsi, concept d'EFN n'est pas forcément pertinent dans toutes les situations d'entrepris notamment en raison des écarts qui peuvent exister entre l'EFN et l'endetteme financier brut. L'appréciation du poids relatif de l'EFN est un cas d'espèce puisqu'el implique d'adopter une définition de la notion de trésorerie "actif".

Le concept d'EFN s'inscrit exclusivement dans une perspective de complémentarité. D lors, il peut se concevoir comme un outil alternatif et substituable au concept antérie d'endettement financier brut. Il existe donc un point de passage de l'un à l'autre. Lorsq le niveau de trésorerie est égal à zéro, le niveau d'EFN est équivalent à celui l'endettement financier brut (EFB). Ainsi, l'évolution des mentalités et le contex économique et social poussent à raisonner aujourd'hui en terme d'endettement net.

Schéma 4.2 : Endettement financier net avec trésorerie variable

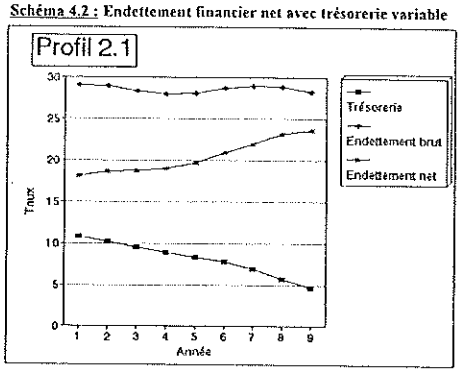
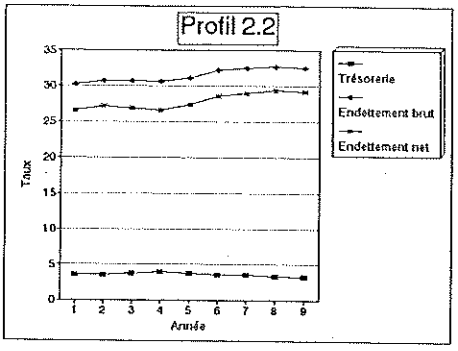


Schéma 4.3 : Endettement financier net semblable à l'endettement brut



[204]L'évolution du niveau de trésorerie est à la baisse. On pourrait concevoir une tendance à la hausse. suffira dans ce cas d'inverser le sens d'évolution des agrégats.

Schéma 4.4 : Endettement financier net avec endettement brut stable

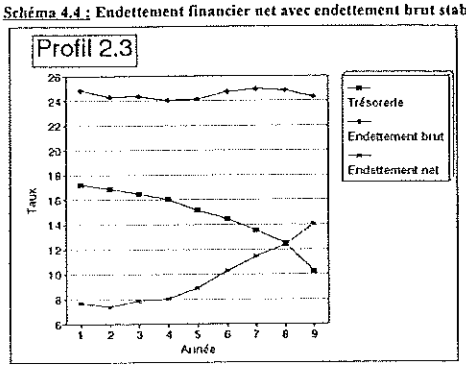


Schéma 4.5 : Endettement financier net avec endettement brut en baisse

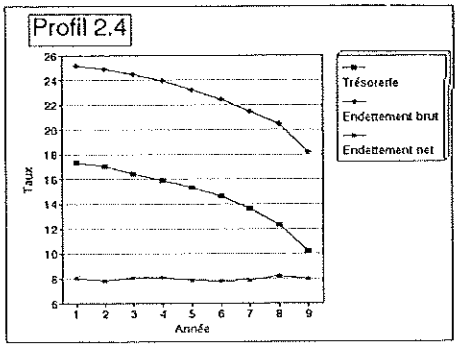


Schéma 4.6 : Endettement financier net avec trésorerie zéro

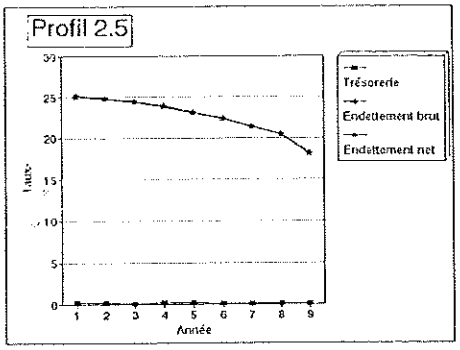


Schéma 4.7 : Endettement financier net avec trésorerie en baisse

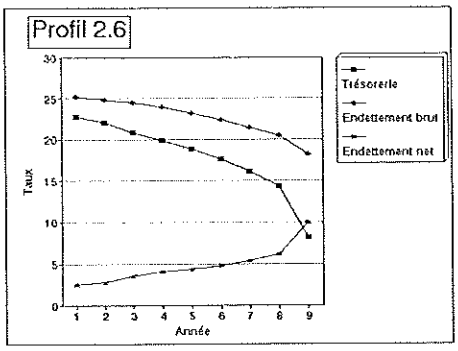
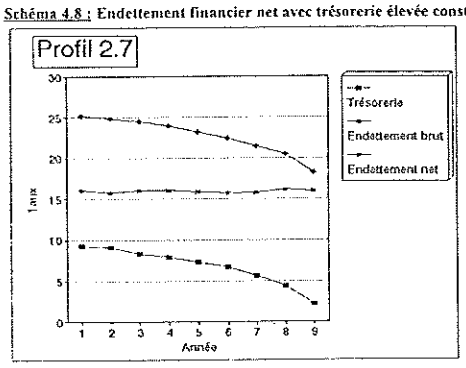


Schéma 4.8 : Endettement financier net avec trésorerie élevée constante



4.2.3. Méthode des groupes

En raison de l'hétérogénéité des groupes (structures, relations intra-groupe, normes comptables,...) et du phénomène de la centralisation de trésorerie, l'introduction d'une approche par l'EFN permet de mieux traiter les liaisons financières intra-groupe[205]. Cet

[205] La complexité des relations financières qui lient les entreprises d'un même groupe pose le problème de son appréhension par l'analyse financière traditionnelle. La difficulté pour l'analyste extérieur sera de

possible dans toutes les entreprises. C'est un indicateur qui recouvre le concept antérieur d'endettement financier brut et qui apporte en plus un éclairage à un phénomène nouveau. Dans les schémas 4.2 à 4.8, on peut observer le caractère universel de la mesure de l'EFN. Plusieurs profils d'entreprises peuvent être représentés par simulation sur ordinateur. On considère respectivement le niveau de trésorerie, le niveau d'endettement financier brut et le niveau d'EFN. Ces schémas définissent sept situations types qui peuvent caractériser l'évolution parallèle des trois différents agrégats qui sont manifestement liés[204]. Le cas où le volume d'EFN est supérieur à celui de l'endettement financier brut n'est pas traité ; il ne concerne qu'une minorité d'entreprises. Ainsi, le concept d'EFN n'est pas forcément pertinent dans toutes les situations d'entreprises notamment en raison des écarts qui peuvent exister entre l'EFN et l'endettement financier brut. L'appréciation du poids relatif de l'EFN est un cas d'espèce puisqu'elle implique d'adopter une définition de la notion de trésorerie "actif".

Le concept d'EFN s'inscrit exclusivement dans une perspective de complémentarité. Dès lors, il peut se concevoir comme un outil alternatif et substituable au concept antérieur d'endettement financier brut. Il existe donc un point de passage de l'un à l'autre. Lorsque le niveau de trésorerie est égal à zéro, le niveau d'EFN est équivalent à celui de l'endettement financier brut (EFB). Ainsi, l'évolution des mentalités et le contexte économique et social poussent à raisonner aujourd'hui en terme d'endettement net.

Schéma 4.2 : Endettement financier net avec trésorerie variable

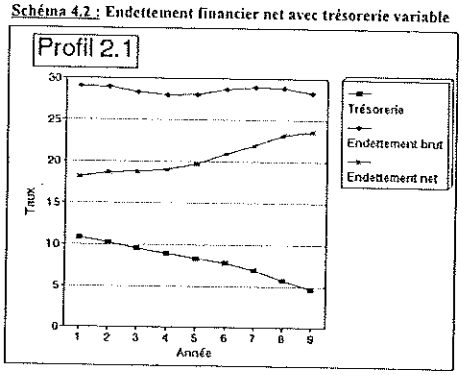
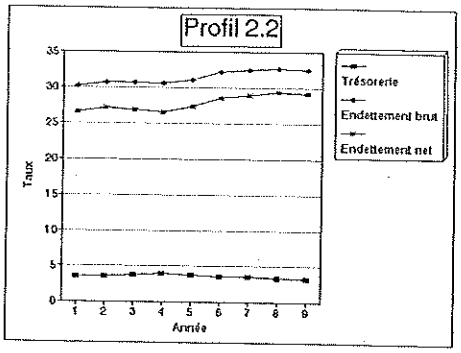


Schéma 4.3 : Endettement financier net semblable à l'endettement brut



[204] L'évolution du niveau de trésorerie est à la baisse. On pourrait concevoir une tendance à la hausse. Il suffira dans ce cas d'inverser le sens d'évolution des agrégats.

Schéma 4.4 : Endettement financier net avec endettement brut stable

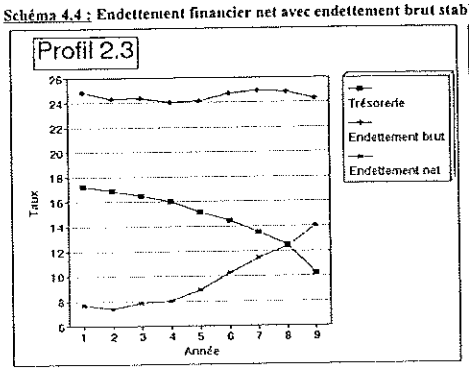


Schéma 4.5 : Endettement financier net avec endettement brut en baisse

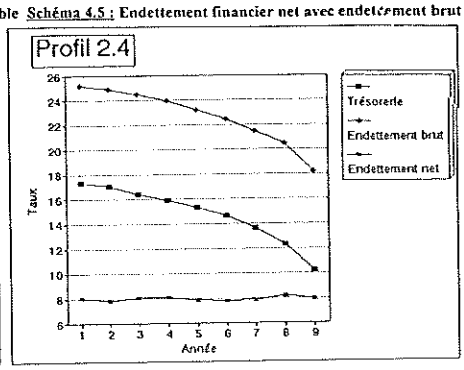


Schéma 4.6 : Endettement financier net avec trésorerie zéro

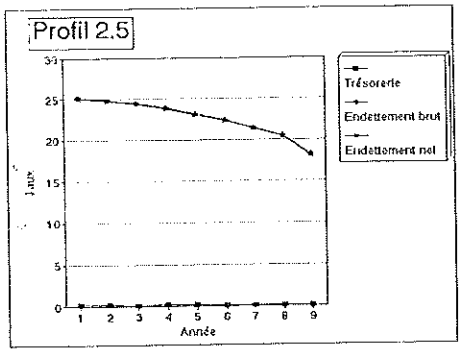


Schéma 4.7 : Endettement financier net avec trésorerie en baisse

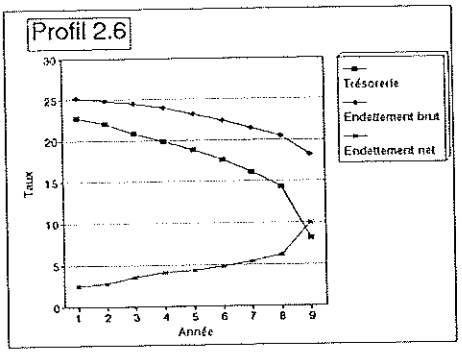
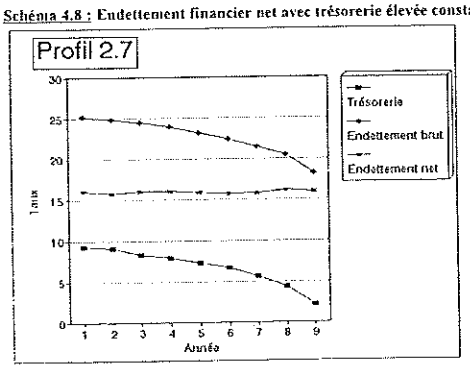


Schéma 4.8 : Endettement financier net avec trésorerie élevée constante



4.2.3. Méthode des groupes

En raison de l'hétérogénéité des groupes (structures, relations intra-groupe, normes comptables,...) et du phénomène de la centralisation de trésorerie, l'introduction d'une approche par l'EFN permet de mieux traiter les liaisons financières intra-groupe[205]. Cet

[205] La complexité des relations financières qui lient les entreprises d'un même groupe pose le problème de son appréhension par l'analyse financière traditionnelle. La difficulté pour l'analyste extérieur sera de

indicateur, calculé au niveau de chaque entreprise membre du groupe, permet neutraliser l'effet cumulatif de ces flux financiers. Il doit être nuancé en fonction techniques de gestion de trésorerie[206] qui paraissent devoir répondre à d préoccupations majeures :

- la connaissance de la trésorerie nette de chaque société (au sens du fonds de roulem moins besoins en fonds de roulement) pour en déduire les possibilités d'ajustement de placement ;

- la minimisation des frais financiers par une utilisation de la souplesse supplémenta qu'offrent les groupes de sociétés (pour la gestion au jour le jour, équilibrage sur u même banque entre deux sociétés du groupe).

Pour évaluer les possibilités de l'entreprise gestionnaire de la trésorerie, il faut te compte non seulement des ressources figurant au bilan mais également d'informatio

---

savoir si les mouvements de fonds qui en découlent correspondent à des flux réels d'opérations masquent des transferts de fonds résultant des décisions stratégiques du groupe. Par exemple :
- les prix de cession interne pour déplacer des résultats bénéficiaires d'un secteur fortement imposé ve d'autres subissant une pression fiscale moins forte ;
- une aide financière accordée sous le couvert de délais de règlement commerciaux avantageux (déla clients très longs ou inversement, délais fournisseurs plus courts que ceux habituellement pratiqués par profession) ;
- les dividendes versés ou reçus par le groupe ;
- les abandons de créances rattachées à des participations ;
- les intérêts reçus ou versés au groupe ;
- la manipulation des taux d'emprunts (ou de prêts) ;
- le paiement de redevances sur ou (sous) évaluées par rapport aux services rendus (sur marques, brevets "know-how");
- les autres contrats de prestations de services (assistance technique...) ;
- la comptabilisation de la survaleur, des marques et des biens immatériels.

Il apparaît qu'une bonne partie de ces informations extra-comptables, nécessaires pour effectuer de retraitements utiles est du domaine confidentiel. Mais certaines informations, bien que moins importantes, peuvent donner une idée sur l'ensemble de l'activité financière du groupe. Par exemple :
- le statut de l'entreprise liée (holding, tête de groupe, filiale...) ;
- les liaisons financières (entreprise prêteuse ou emprunteuse, existence d'un pool de trésorerie) ;
- les relations commerciales (importance des transactions intra-groupe, délais intra-groupe) ayant un impact sur la stratégie financière ;
- l'information apportée par les comptes consolidés sur la survaleur.

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

inscrites en hors-bilan[207]. S'agissant de l'évaluation de l'endettement brut, il conviendrait, en particulier, de distinguer dans les "emprunts et les dettes financières divers" :

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

Les sommes prêtées ou empruntées par le groupe[208] et les associés aux autres entités du groupe sont portées au crédit ou au débit d'un compte individuel "groupe et associés"[209].

En règle générale, le groupe accorde à la société des prêts et des avances en plus de sa participation dans le capital de ses entreprises afin que celles-ci puissent faire face à leurs besoins de financement, en particulier, à des besoins momentanés de trésorerie. On peut ainsi assimiler, respectivement, les montants du poste "groupe et associés dans autres créances" et du poste "groupe et associés dans autres dettes" à de la trésorerie "actif" et "passif" lorsqu'ils constituent dans le premier cas, une réserve de liquidité et dans le deuxième cas, une ressource de financement au même titre qu'une dette financière. Cependant, la comptabilité ne fournit pas toujours le détail de ces postes. C'est également pour renforcer la structure financière de leur entreprise que les actionnaires et les associés mettent ou laissent à la disposition de l'entreprise des

---

[207] Par exemple, la partie non utilisée des lignes de crédits confirmées. On ne peut pas obtenir cette information dans les comptes et les rapports de gestion.

[208] Le PCG 82 a introduit une distinction entre le compte "groupe et associés". D'après la loi bancaire précitée dans le chapitre 1, ce dernier peut avoir un solde débiteur. Ces comptes sont :
- le compte 451, "groupe" qui enregistre à son débit le montant des fonds avancés directement ou indirectement de façon temporaire par l'entreprise aux sociétés du groupe, et à son crédit le montant des fonds mis directement ou indirectement à la disposition de l'entreprise par les sociétés du groupe ;
- le compte 455, "associés compte courant" (compte "groupe et associés dans les autres créances" ; compte "groupe et associés dans les autres dettes"), qui enregistre à son crédit le montant des fonds mis ou laissés temporairement à la disposition de l'entreprise et inversement.

Voir Conseil National de la Comptabilité, "Plan comptable Général", arrêté du 9 décembre 1986.

[209] On considère que la société tête de groupe est une entité à part entière du groupe qui peut bénéficier, au même titre que les autres, des avantages liés à la centralisation de la trésorerie.

sommes en compte courant[210]. Ceci peut emmener à traiter les postes "groupe et associés" dans les autres dettes ou dans les autres créances comme de la trésorerie[211].

L'EFN représente le solde de l'endettement financier net de la trésorerie "actif" (voir encadré 4.6). Il consiste dans la formulation simple, à prendre en compte les principaux postes de trésorerie dont l'assimilation est indiscutable, c'est-à-dire les disponibilités, les valeurs mobilières de placement, les billets de trésorerie souscrits et la trésorerie versée au groupe (formule 1).

Dans les autres formulations[212], il faut procéder à l'extraction d'un certain nombre de postes importants. On peut en plus des quatre postes évoqués précédemment tenir compte uniquement des prêts et des créances rattachées à des participations ; ces derniers éléments ont un degré de liquidité très important (formule 2). On peut aller encore plus loin, en intégrant dans cette définition de la trésorerie "actif", les

[210]Ces sommes produisent des intérêts à un taux fixé par les statuts, le conseil d'administration et l'assemblée générale. A la date de leur exigibilité, ils sont inscrits au débit du compte de charges : 6611 = intérêts des comptes et des dépôts créditeurs (sous-compte de 661 = charges d'intérêts).

[211]Voir *supra*.

[212]Le calcul de l'endettement financier net implique ainsi de bien apprécier la trésorerie "actif" de l'entité du groupe c'est-à-dire :
- de savoir si, dans les prêts (compte 274), sont inclus des prêts ayant un caractère de trésorerie et, dans l'affirmative, de les isoler ;
- de distinguer la part de trésorerie versée au groupe figurant dans le compte "groupe et associés dans les autres créances".

Le principal intérêt de l'endettement net au niveau du groupe est la prise en compte des flux financiers intra-groupe contenus dans le compte, le cas échéant dans les comptes suivants du plan comptable :
- compte 16 - "emprunts et dettes assimilées" : emprunts contractés auprès des entreprises liées ou avec lesquelles il existe des liens de participation ;
- compte 174 - "dettes rattachées à des participations" : emprunts contractés auprès de sociétés dans lesquelles l'entreprise a des participations (société mère ou holding -> filiale par exemple) ;
- compte 267 - "créances rattachées à des participations" : créances nées à l'occasion de prêts octroyés à des sociétés dans lesquelles l'entreprise détient une participation ;
- compte 2742 - "autres immobilisations financières" : prêts aux associés, prêts à des sociétés liées dans lesquelles l'entreprise ne détient pas de participation (filiale -> mère ; -> entreprise sœur).

Pour le calcul des frais financiers nets, il y a lieu de tenir compte des postes suivants :
- les subdivisions du poste 661, "charges d'intérêts" ; intérêts des dettes rattachées à des participations (66117 et 66116) ; intérêts des comptes courants et dépôts créditeurs (6615); pertes sur créances liées à des participations ;
- les subdivisions du poste 761, produits de participations ; 762, produits des autres immobilisations financières ; éventuellement 763, revenus des autres créances et 768, autres produits financiers (revenus tirés des comptes en banques).

immobilisations financières (formule 3) ; cette troisième définition de l'EFN est absolument contestable. Selon que les acquisitions répondent à une logique industrielle de construction des groupes, à une logique de diversification conglomérale ou à une logique de spéculation, l'analyste doit chercher à mieux appréhender les relations financières intra-groupe.

Les immobilisations financières acquises dans le cadre de la politique de croissance externe peuvent être classées dans les actifs physiques lorsqu'elles sont compatibles avec les deux premières logiques. Les immobilisations financières, autres que les titres de participation (les actions, les autres titres, les titres libérés ou non)[213], qui se situent en dehors d'un objectif de production, peuvent être considérées comme des placements financiers au même titre que des actifs de trésorerie si l'entreprise peut s'en défaire à tout moment sur un marché suffisamment liquide. Or, la comptabilité ne permet pas de faire la distinction entre ces deux formes d'actifs financiers. Les immobilisations financières autres que les titres mis en équivalence qui figurent dans les comptes consolidés du groupe sont présumées être réalisées dans le cadre de la politique de placement de l'entreprise car elles peuvent être transformées en liquidités dans un bref délai[214]. Cette encaisse potentielle représente ainsi la fraction d'immobilisations financières non incluse dans le périmètre de consolidation. Si les deux premières formules de l'EFN peuvent être appliquées aux comptes sociaux et consolidés, la troisième formule ne peut l'être qu'en présence de comptes consolidés.

[213]Les autres formes de participations non consolidées, les créances rattachées à des participations, les créances rattachées à des sociétés en participations, les titres immobilisés (les actions, les autres titres, les obligations, les bons), les prêts (les prêts participatifs, les prêts aux associés, les prêts au personnel et les autres prêts), les dépôts et cautionnements versés et les autres créances immobilisées (les intérêts courus et autres créances immobilisées).

[214]Celles-ci représentent selon, Cohen et Morel (1992, p.20), 60 à 66% des immobilisations financières des 275 groupes les plus importants entre 1988 et 1991. Les titres de participation inscrits dans les comptes de la société mère qui font l'objet d'une intégration globale ou proportionnelle sont éliminés des comptes consolidés mais les titres mis en équivalence y demeurent. Il en ressort que la consolidation neutralise certaines opérations consécutives aux liaisons financières intra-groupe. L'idée du concept d'EFN n'est pas dans ce cas incompatible avec la notion de dette nette d'un agent économique, solde entre ses emprunts et ses prêts auprès des autres agents.

Pour mieux cerner les liaisons financières intra-groupe, il convient aussi d'estimer le frais financiers nets, c'est-à-dire les intérêts et charges assimilées moins les produit financiers de toute nature[215]. Comme dans la méthode des groupes vue précédemmen on peut également envisager un EFN "stratégique" en comptant comme actifs d trésorerie, tous les éléments hors exploitation de la firme. En définitive, L'EFN est u indicateur plus fécond en terme d'informations dans le contexte des groupes que dan celui des entreprises indépendantes. Cette tendance est due au fait que les groupe répondent mieux aux conditions de fonctionnement d'une sorte de système constitué d'entités[216] disposant de ressources nettes de financement et d'entités ayant des besoins nets de financement.

Encadré 4.6 : Méthode des groupes

Trésorerie "actif" simple	= Disponibilités + Placements financiers à court terme dont _Valeurs mobilières de placement Billets de trésorerie souscrits + Trésorerie versée au groupe (autre que sous forme de billets de trésorerie)
Trésorerie "actif" groupe 1	= Disponibilités + Placements financiers à court terme dont _Valeurs mobilières de placement _Billets de trésorerie souscrits + Trésorerie versée au groupe (autre que sous forme de billets de trésorerie) + Prêts et créances rattachées à des participations

[215]On ne prend pas en compte les postes suivants : les plus ou moins-values sur cessions de valeurs mobilières de placement, les plus ou moins-values sur cessions d'immobilisations financières et les différences de change. Les plus ou moins-values sont de caractère exceptionnel. Les pertes ou les gains de change ne sont pas directement liés à une activité de gestion de trésorerie mais à une gestion commerciale des relations avec la clientèle étrangère (comportement de couverture). Ceci est d'autant plus vrai que les emprunts et les placements sont effectués en devises étrangères (comportement de spéculation et d'arbitrage). Enfin, il n'est malheureusement pas possible de faire la distinction comptable entre les produits financiers issus de la trésorerie "actif" et ceux issus des immobilisations financières de production.

[216]Il s'agit des filiales, des participations, de la société mère, voire de la mouvance.

Trésorerie "actif" groupe 2	= Disponibilités + Placements financiers à court terme dont _Valeurs mobilières de placement _Billets de trésorerie souscrits + Trésorerie versée au groupe (autre que sous forme de billets de trésorerie) + Prêts et créances rattachées à des participations + Autres immobilisations financières acquises à des fins de placement
Trésorerie "passif" groupe	= Crédits bancaires courants + Trésorerie reçue du groupe + Billets de trésorerie émis
Endettement financier net (formule 1)	= Endettement financier brut - Trésorerie "actif"
Endettement financier net (formule 2)	= Endettement financier brut - Trésorerie "actif" groupe 1
Endettement financier net groupe (formule 3), dans les comptes consolidés ;	= Endettement financier brut consolidé - Trésorerie "actif" groupe 2 _Hors titres mis en équivalence
Endettement Financier Net à court terme (trésorerie nette)	= Trésorerie "passif" groupe - Trésorerie "actif" groupe (1 ou 2)
Encaisse stratégique potentielle	= Trésorerie "actif" simple + Actifs hors exploitation
Endettement financier net "stratégique"	= Endettement financier brut - Encaisse stratégique potentielle
Charges financières nettes consolidées	= Intérêts et charges assimilées dont _Crédit-bail - Produits financiers des participations - Produits financiers des créances immobilisées - Produits financiers des autres créances - Autres intérêts et produits assimilés (sur les placements financiers à court terme)

En fin de compte, la mesure comptable et financière du concept d'EFN dépend du degré de finesse de l'analyse de la trésorerie en fonction de sa nature (transaction, précaution,

spéculation, financement), de son volume (trésorerie "actif" significative ou non) et de son degré de liquidité (court terme, long terme, liquide, peu liquide).

4.3. Le renouvellement des outils du diagnostic financier

D'un point de vue méthodologique, l'appréhension de l'équilibre financier du bilan des entreprises disposant d'un niveau de trésorerie très élevé, à partir de la méthodologie traditionnelle d'analyse, présente certaines difficultés. En effet, le maintien d'une trésorerie importante est de nature à remettre en cause l'appréciation classique des besoins de financement de l'entreprise et la mesure de sa véritable indépendance à l'égard des apporteurs de capitaux d'emprunt. Face à ce constat, l'EFN apparaît comme une mesure pertinente de l'endettement réel de la firme si tant est qu'il résulte de frictions entre les parties prenantes de l'entreprise. En tout état de cause, s'il est valable, on en déduit les conséquences sur le plan des modèles d'analyse financière en tenant compte de sa cohérence avec les approches classiques.

4.3.1. Approche bilantielle

Comme tout actif[217], la trésorerie est un avantage économique futur probable obtenu ou contrôlé par l'entreprise à la suite de transactions alors que l'endettement en tant qu'élément du passif est une sorte de sacrifice futur probable d'avantages économiques devant être consentis à la suite d'obligations actuelles. L'EFN résultant de l'intégration de la trésorerie dans le financement conduit à une valeur nette économique, solde d'un

217 Ceci est compatible avec les hypothèses de la théorie financière relatives à l'évaluation de la firme par l'actualisation des flux de revenus futurs suggérée par les cadres conceptuels. Le PCG 82 définit les actifs comme des éléments du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entreprise et les passifs comme des éléments du patrimoine ayant une valeur économique négative pour l'entreprise.
Ces deux formulations sont compatibles avec celles des principaux cadres conceptuels de la comptabilité élaborés à l'initiative d'organismes de normalisation tels que le FASB et l'IASC.

ensemble d'avantages et de sacrifices économiques. Cette conception de l'EFN peut également être décrite à partir de la notion d'instrument financier. Dans son projet E48, l'IASC donne la définition d'un instrument financier comme étant tout contrat qui donne droit à un actif financier d'une entreprise en contrepartie d'une dette financière ou d'un instrument de fonds propres d'une autre entreprise[218].

L'EFN est dans ce cas, la traduction de la valorisation d'un instrument financier hétérogène[219]. Pour le représenter, on doit se placer dans une optique de type fonctionnel qui prend en compte la revalorisation du rôle de la trésorerie au sein de la firme. L'analyse dite "pool de fonds", reposant sur le principe de l'unité de caisse et le principe de non-affectation des ressources aux emplois permet de le faire (Levasseur 1979, Charreaux 1993). Dans le tableau du capital engagé de la Banque de France (1988) qui s'inscrit dans cette école de pensée, la trésorerie est présentée comme une variable d'action gérée dans le cadre d'une fonction précise et non pas comme une variable d'ajustement ; elle est de plus en plus considérée comme une variable stratégique. Si on procède à l'opérationnalisation de l'EFN, on obtient un bilan "pool de fonds adapté" dans lequel la trésorerie n'apparaît plus à l'actif. L'apport de cette approche est de décrire les caractéristiques structurelles d'une entreprise en neutralisant les activités de gestion de trésorerie (tableau 4.2). Elle fournit, entre autres, à l'analyste un cadre vertueux d'appréciation de la politique industrielle de l'entreprise en considérant uniquement les moyens nets qui sont déployés pour fournir un résultat économique avant incidence de toute politique financière. En fin de compte, l'EFN reflète bien l'idée d'une structure financière large qui interdit l'analyse des actifs de trésorerie non comme des emplois, mais comme de véritables ressources.

218 *Cf.* : IASC, "Financial instruments", Exposure Draft E48, January 1994.
219 Il correspond ainsi aux instruments de dettes diminués des instruments de trésorerie.

Tableau 4.2 : Bilan "pool de fonds adapté"

EMPLOIS		RESSOURCES	
ACTIFS INDUSTRIELS ET COMMERCIAUX	**IMMOBILISATIONS BRUTES** dont - Immobilisations incorporelles - Immobilisations corporelles - Immobilisations financières non liquides - Immobilisations en crédit-bail	**FONDS PROPRES INTERNES** dont - Réserves - Provisions et amortissements - Résultat **FONDS PROPRES EXTERNES** dont - Capital - Prime d'émission - Subv. et autres fonds propres	FONDS PROPRES
	BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT dont - Stocks - Créances - Dettes - Avances et acomptes	**ENDETTEMENT FINANCIER NET** dont - Endettement stable - Endettement court terme - Actifs financiers liquides - Placement et disponibilités	POOL DE DETTE NETTE

Tableau 4.3 : Tableau du capital engagé net - entreprise A

(KF)	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Equipement productif	6612	7730	9401	9852	12339
+ Participations et titres immobilisés hors trésorerie "actif"	289	369	615	755	1625
+ Autres actifs immobilisés hors exploitation hors trésorerie "actif"	188	290	470	644	382
= **ACTIFS IMMOBILISES (A)**	7089	8389	10486	11251	14346
+ Besoins en fonds de roulement d'exploitation	16096	21049	28026	31061	43020
= **CAPITAUX INVESTIS (B)**	23185	29438	38512	42312	57366
+ Besoins en fonds de roulement hors exploitation	-121	-1425	-982	387	1115
TOTAL = CAPITAL ENGAGE NET	**23064**	**28013**	**37530**	**42699**	**58481**
FINANCEMENT PROPRE (C)	12015	16526	19566	21991	29207
• Réserves d'autofinancement (réserves et résultats, amortissements et provisions)	6691	11202	14242	16667	23883
amortissements des immob. en crédit-bail	20	38	94	159	363
• Associés : capital et primes	5324	5324	5324	5324	5324
+ **GROUPE ET ASSOCIES (dans dettes financières) (D)**	207	102	194	233	273
• Dettes financières stables	167	70	203	212	245
• Trésorerie "passif"	70	60	45	68	47
dont _Billets de trésorerie souscrits	50	39	26	18	19
_Trésorerie reçue du groupe	20	21	19	50	28
• Trésorerie "actif"	30	28	54	47	19
dont _Billets de trésorerie émis	0	0	0	0	0
_Trésorerie versée au groupe	30	28	54	47	19
_Prêts et créances rattachées	0	0	0	0	0
+ **ENDETTEMENT FINANCIER NET hors groupe (E)**	10842	9385	13770	11975	29001
• Obligations	0	0	0	0	2592
• Autres emprunts	939	886	970	962	2984
• Emprunts participatifs	0	0	1000	3000	2923
• Emprunts bancaires	1943	4021	4908	4766	8921
dont _Financement crédit-bail	9	272	216	151	37
• Trésorerie "Passif" (CBC et EENE)	14770	15393	20060	22029	22910
• Trésorerie "actif"	6810	10915	13168	18782	11329
TOTAL = CAPITAL ENGAGE NET	**23064**	**26013**	**33530**	**34199**	**58481**

Les deux composantes de la politique financière que sont le financement et la gestion de trésorerie sont confondues dans un moule commun. Ceci n'est pas incompatible avec

l'évolution actuelle de la fonction de trésorerie qui semble prépondérante au sein de la fonction financière.

Le tableau du capital engagé net consiste à mettre exclusivement en parallèle les postes qui relèvent de la politique industrielle et ceux qui relèvent des ressources nettes nécessaires à sa mise en œuvre. L'EFN est dans cette approche, au centre de l'équilibre financier (tableau 4.3).

4.3.2. Analyse statique

La relation fondamentale de trésorerie (Meunier, Barolet et Boulmer 1970) a suscité des débats de fond sur l'évolution de l'analyse financière dans les années 80. Elle a opposé les tenants de l'analyse classique, soucieux d'une bonne mesure du risque d'insolvabilité et les défenseurs d'une perception moderne de la finance, tourmentés par l'évolution de la richesse des actionnaires (Mérigot 1981). Sa signification aussi bien que son utilité ont été au cœur des débats. Des critiques ont été avancées à son encontre mais n'ont pas donné lieu à sa disparition faute de substituts parfaits[220].

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

[220] Premièrement, la relation de trésorerie est inapte à saisir convenablement le risque d'insolvabilité : une entreprise peut être solvable malgré l'absence d'un fonds de roulement positif et réciproquement. Deuxièmement, la formule rejette le principe de l'unité de caisse et de non-affectation des ressources aux emplois s'opposant ainsi à l'hypothèse d'indépendance entre le choix de financement et la décision d'investissement proposée par la théorie financière. Troisièmement, la trésorerie y est présentée comme une variable d'ajustement entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs : en cas d'insuffisance du fonds de roulement, il doit être possible à l'entreprise de boucler son cycle de financement par le recours à des concours bancaires courants.

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

La nouvelle règle de l'équilibre financier consiste à évaluer dans quelle mesure le capital engagé net nécessaire à l'activité courante de l'entreprise est financé par le financement propre et l'EFN ; en d'autres termes, celui-ci doit être suffisant pour financer l'actif économique non couvert par le financement propre (voir encadré 4.7).

Encadré 4.7 : La nouvelle règle de l'équilibre financier

Trésorerie nette	= Fonds de roulement net global - Besoin en fonds de roulement = Trésorerie "actif" simple - Concours bancaires courants
Fonds de roulement net global	= Financement propre + Endettement financier (hors CBC) - Actifs immobilisés
Besoin en fonds de roulement	= Actifs d'exploitation + Autres débiteurs - Passifs d'exploitation - Autres créditeurs

Or, l'introduction de l'endettement financier net entraîne :

Endettement financier net	= Actifs immobilisés + Besoin en fonds de roulement - Financement propre = Capital engagé net - Financement propre = + Besoin en fonds de roulement - Fonds de roulement propre
Nouvelle règle d'équilibre	=> Financement propre + Endettement financier net = Actifs immobilisés + Besoin en fonds de roulement

Le nouveau processus d'équilibre revient à privilégier un objectif de minimisation du coût du financement net qui a pour effet de compenser des frais financiers souvent importants par des produits financiers parfois considérables. Cependant, il ne permet pas d'effectuer une gestion précise du risque de taux d'intérêt, du risque de change, du risque de liquidité et du risque de contrepartie qui requièrent d'autres outils plus sophistiqués et des procédures de contrôle bien établies[221]. Traditionnellement, le partage de la valeur ajoutée globale d'une entreprise se répartit entre le personnel (charges de personnel), l'Etat (impôt sur les bénéfices), les actionnaires (dividendes), les prêteurs (intérêts sur endettement) et l'entreprise (autofinancement). On doit admettre désormais que le calcul de la valeur ajoutée globale ne prend pas en compte les produits financiers issus de l'activité de trésorerie. Les emprunteurs représentent une source de répartition à part entière de la valeur ajoutée. Plus précisément, il est juste de parler de prêteurs nets ou d'emprunteurs nets.

L'adoption de l'EFN, et généralement du tableau du capital engagé net, conduit à définir de nouveaux ratios (voir encadré 4.8). En effet, ce type de tableau permet d'obtenir une vision relative de la structure financière après impact des choix de trésorerie. Ceci permet de n'étudier que la composante relative à l'activité industrielle.

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

- sur le risque de l'entreprise en ce qui concerne sa capacité à faire face à son environnement (pertes de marchés, défaillance d'un client important) en utilisant au mieux toute sa trésorerie "actif" ;
- sur le degré de dépendance (ou de contrôle) de l'entreprise vis-à-vis des tiers prêteurs et emprunteurs de fonds du fait de l'influence directe sur la rentabilité financière qu'il peut avoir au travers de l'action de l'effet de levier.

[221] Selon Thiry (1991), ces risques proviennent des actifs financiers générés ou requis par les impasses de liquidité issues des cash-flows futurs de l'entreprise.

Concurremment à l'analyse classique, on sous-estime le risque de faillite et on sur-estime la rentabilité économique (R8) tant que les frais financiers restent supérieurs aux produits financiers. Si on considère que la valeur comptable d'une firme est sous-évaluée par rapport à sa valeur réelle (cas où l'amortissement comptable est supérieur à l'amortissement économique réel), l'intérêt de l'utilisation de la méthode de l'EFN est grand.

Encadré 4.8 : Quelques ratios d'analyse[222]

Taux d'intérêt apparent net	= **R1** =	Frais financiers nets / Endettement financier net
Taux d'endettement net 1	= **R2** =	Endettement financier net / Financement propre
Taux d'endettement net 2	= **R3** =	Endettement financier net / Capital engagé net
Taux de financement propre	= **R4** =	Financement propre / Capital engagé net = 1 - R3
Rentabilité brute d'exploitation	= **R5** =	Excédent brut d'exploitation / Capital d'exploitation net
Capacité d'endettement net	= **R6** =	Capacité d'autofinancement / Endettement financier net
Poids des intérêts nets	= **R7** =	Frais financiers nets / EBG - PF
Rentabilité brute globale	= **R8** =	EBG - PF[223] / Capital engagé net

[222]Tous ces ratios sont testés sur un échantillon représentatif de la Centrale de Bilans entre 1984 et 1992. Les résultats sont présentés dans l'annexe 2.
[223]EBG pour excédent brut global, PF pour produits financiers non inhérents à la fonction de production.

Le différentiel de l'effet de levier que l'on obtient à partir des deux méthodes en concurrence (méthodes classiques et EFN) exprime la perte (ou le gain) de l'effet de levier consécutif à la détention de trésorerie. En d'autres termes, il s'agit de mesurer le coût d'opportunité ou le coût de la stratégie de détention de trésorerie.

De la même manière que le ratio de solvabilité à court terme[224], le poids des intérêts nets (R7) est une mesure du risque de faillite que l'on peut décomposer en trois ratios distincts : le taux d'intérêt apparent net (R1), l'inverse de la rentabilité brute d'exploitation (R5) et le taux d'EFN par rapport au capital engagé net (R3). Ce ratio (R7) donne l'enveloppe de la rémunération des capitaux empruntés nets (ou la rémunération des capitaux prêtés nets) que l'entreprise doit obligatoirement assurer. Son niveau, généralement faible pour les firmes ayant une trésorerie excédentaire, témoigne d'un niveau de risque d'illiquidité largement plus faible que ne le laisse croire la simple lecture du bilan.

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

Le diagnostic financier au travers du concept d'EFN rend compte du couple risque-rentabilité établi *ex-ante* et de la stratégie financière de l'entreprise. Sa mise en place dans la firme s'effectue dans de bonnes conditions lorsque la trésorerie n'est plus un résidu mais une variable stratégique à part entière. L'EFN devient un outil de gestion.

[224]Globalement, le ratio de solvabilité à court terme est, selon la terminologie de la Banque de France (1988), un indicateur d'alerte car c'est lui qui caractérise le mieux le comportement des entreprises en difficulté quelle que soit la conjoncture ou quel que soit le degré du processus de dégradation. Il s'agit d'un risque d'insolvabilité technique ou risque d'illiquidité.
Cf. : M. Bardos (1991).

Par exemple, un endettement financier brut instable et une trésorerie non stationnaire peuvent déboucher sur un EFN stable. L'EFN est un outil de gestion de l'entreprise. En raison des aléas de l'activité, une entreprise peut être amenée à gérer ses dettes et ses actifs de trésorerie de manière à observer, dans une moindre mesure des fluctuations au niveau des autres agrégats comptables. Ce comportement financier peut être justifié, comme le montre le tableau 4.4, par un souci de maintenir une stabilité ou une instabilité de son EFN par la mise en œuvre d'une combinaison de la trésorerie et de l'endettement financier brut.

Tableau 4.4: Combinaisons pour la gestion de L'EFN

Politique	1	2**	3	4**	5	6	7**	8
Trésorerie "actif"	stable	stable	stable	stable	instab	instab	instab	instab
Endettement brut	stable	stable	instab	instab	instab	instab	stable	stable
Endettement net	stable	instab	instab	stable	instab	stable	stable	instab

** Cas impossible

Du point de vue de la fonction financière, l'objectif d'une entreprise est de survivre ; c'est-à-dire de respecter les trois contraintes suivantes : la liquidité[225], la rentabilité[226] et l'autonomie[227]. L'entreprise poursuit parfois des objectifs qui s'opposent ; à savoir garantir la liquidité, maintenir une bonne autonomie et assurer la rentabilité. A court terme, la recherche de la rentabilité la plus élevée va à l'encontre de la liquidité et de l'autonomie financière. Le risque financier de la dette est donc évalué en fonction de la situation financière de l'entreprise, du modèle d'analyse utilisé[228] et du point de vue des

[225] La liquidité est l'aptitude de l'entreprise à assurer à tout instant le paiement de ses dettes exigibles. Cette notion de solvabilité dite technique que l'on assimile ici à la notion de liquidité s'oppose à la notion juridique de solvabilité selon laquelle l'entreprise est solvable si ses actifs permettent de rembourser ses dettes. Une entreprise illiquide mais solvable peut donc être en cessation de paiement. Ce risque d'illiquidité est aussi appelé risque de faillite.

[226] L'exigence d'un niveau minimum de rentabilité du capital économique est une contrainte qui n'a pas le même caractère que celui de la solvabilité, elle n'a de signification que par rapport à une période de référence. L'impératif de rentabilité ne pèse pas à tout instant sur la vie de la firme.

[227] Le degré d'autonomie est son aptitude à maintenir à tous moments son indépendance. Il est exprimé par les conditions de maintien de l'équilibre financier. L'état de cessation de paiement peut se traduire soit par la disparition de l'entreprise soit par la perte de son indépendance.

[228] Il existe trois modèles :

partenaires financiers. En matière d'EFN, la perte d'information[229] consécutive à la compensation entre un poste de passif (endettement financier brut) et un poste d'actif (trésorerie) aux échéances différentes modifie la perception des acteurs financiers sur le risque d'illiquidité[230] . Le risque de transformation est important et pas toujours mesurable, du fait de l'impossibilité d'accès à l'information sur la maturité des dettes et celle des actifs de trésorerie.

Les créanciers s'intéressent essentiellement à la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes et à payer ses intérêts ; il s'agit du risque d'insolvabilité[231]. Ce risque est modifié par la prise en compte de l'EFN. Mais l'existence d'asymétrie d'information conduit les créanciers à considérer en même temps les deux composantes de l'EFN car la perception du risque d'illiquidité de l'entreprise devient différente du fait de la prise en compte de la flexibilité financière qui résulte d'une politique de trésorerie bien menée.

Ainsi, les capitaux investis (actifs immobilisés plus besoin en fonds de roulement d'exploitation) doivent être financés prioritairement par le financement propre (capital et autofinancement). Cette formulation ouvre une perspective pour une analyse financière bâtie autour de la gestion du risque et de la flexibilité.

- le modèle 1 s'inspire de l'économie industrielle du début du siècle et stipule qu'une bonne situation financière est caractérisée par un endettement faible ;
- le modèle 2 mis en avant par la théorie financière privilégie la théorie de l'effet de levier ;
- le modèle 3 plus conciliant établit un lien entre la baisse de l'endettement et l'amélioration des résultats.

229 Le concept de l'endettement financier net pourrait être analysé selon la théorie de l'information.

230 Le risque d'illiquidité est la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements avec ses actifs liquides. Il mesure l'adéquation de la rotation de l'actif avec celle du passif.

231 Le risque d'insolvabilité dans une optique liquidative implique que le prêteur s'assure au pire de l'égalité entre le total des dettes et le montant des actifs pouvant être réalisés. De cette façon, l'entreprise pourra rembourser dans les délais toutes ses dettes en cas de liquidation forcée. En matière d'analyse financière des groupes, l'estimation du risque d'insolvabilité doit se fier à la surface financière de la société dominante et plus généralement, du groupe tout entier, à la considération de la capacité d'endettement et à l'état des affaires propres de l'entité concernée. En effet, les crédits octroyés à une entité donnent une apparence de solvabilité à cette dernière et peuvent la maintenir artificiellement en activité. Son maintien peut être soit stratégique lorsque l'activité est nécessaire au groupe, soit tactique lorsque la société mère vient en aide à une filiale qui en a besoin.

4.3.3. Analyse dynamique

Le concept de l'EFN doit dépasser la simple considération de son niveau de stock p être analysé en termes de flux. L'adoption de cette conception entraîne une modificat de la présentation des tableaux des flux de trésorerie classiques recommandés par principaux organismes[232] (tableau 4.6) et des tableaux des emplois et ressour classiques (tableau 4.5). La distinction entre les éléments groupe et hors groupe pern d'envisager une analyse plus approfondie des relations financières intra-groupe qui sc sources de biais comptables.

Le nouveau tableau des emplois et ressources constitue un cadre d'analyse comportement de financement de l'entreprise après prise en compte de la politique placement financier à court terme. Sa constitution s'effectue au travers d'une approche la fois globale et fonctionnelle, tout en mettant en exergue deux volets essentiels. L premier volet décrit la variation du capital engagé net de la firme, c'est-à-dire le principaux besoins issus de sa stratégie de développement. En effet, son mode d croissance lui impose de mettre en œuvre une politique d'investissement qui s répercute, entre autres, par une variation des besoins de financement liés au cycle d'activité. Le deuxième volet détaille l'imputation de l'ensemble des besoins exposés ci-dessus dans l'excédent brut global avant toute politique de financement et de placement à court terme. Il traduit l'idée selon laquelle le financement interne est la source de financement privilégiée de la firme. Le troisième volet montre enfin la nécessité d'assurer un équilibre financier global par l'utilisation de l'endettement financier net et des fonds propres externes nets de la politique de distribution. Au total, les trois volets permettent d'articuler vertueusement les trois fonctions de la firme qui sont : la politique

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

d'investissement (variation des immobilisations physiques et financières, excédent brut global avant politique de financement net), la politique d'endettement (emprunt, remboursement, intérêts, produits financiers) et la politique de fonds propres (augmentation du capital, remboursement, subvention, distribution). Ils montrent sans doute une préférence marquée pour l'endettement. Cependant, aucune véritable hiérarchie n'est établie entre les emplois d'une part et les ressources d'autre part.

Tableau 4.5 : Tableau des emplois et ressources - entreprise B

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

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

Tableau 4.6 : Tableau de flux de trésorerie - entreprise C

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

Globalement, les flux de trésorerie sont répartis entre ceux qui ont été générés par les investissements nets et l'activité globale hors activité de gestion de trésorerie et ceux qui résultent des apports en ressources externes nettes. Le solde pivot de cette approche est

le flux net des opérations de financement par dette (FOFID). Il représente le différentiel des encours de l'EFN entre deux exercices complété par les frais financiers nets. Ce sont les nouveaux capitaux d'emprunt augmentés des frais financiers auxquels on déduit les montants alloués aux remboursements, à la trésorerie et aux produits financiers. Le service de la dette fait donc face à celui du placement ; l'intégration des produits financiers fait penser à l'existence d'un service de désendettement implicite.

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

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

* *
*

Au terme de cette réflexion sur l'analyse comptable et financière du comportement de la firme en matière de trésorerie, il apparaît que l'analyste financier doit procéder en deux temps. Il doit d'abord définir un niveau de trésorerie correspondant à la réalité économique et juridique de la firme. Pour ce faire, il effectue des retraitements qui peuvent être imparfaits compte tenu de l'existence d'une trésorerie hors-bilan. De même, il doit s'intéresser à la formation du flux de trésorerie disponible qui permet d'obtenir l'assiette de variation de la trésorerie au cours de l'exercice. Le recours à la notion de liquidité peut être utile au bon déroulement de la manœuvre en opposant les éléments de court terme et les éléments de moyen et long terme de l'entreprise. Cet indicateur permet de mettre en évidence le rôle de la trésorerie dans le cadre de la politique de croissance.

Dans la deuxième phase, le constat d'un niveau très élevé de trésorerie a conduit à la mise en œuvre du concept d'EFN. Ce concept permet d'envisager une analyse spécifique du comportement financier des entreprises industrielles qui se sont impliquées dans des activités de placements financiers à court terme. Son adoption n'est pas neutre sur les méthodes classiques de l'analyse financière. En effet, elle bouleverse les règles de l'orthodoxie financière, notamment en ce qui concerne la composition et la signification du bilan, de la formulation de l'équation de l'équilibre financier et de la nature du risque financier. Cette démarche conduit au renouvellement de la méthode des ratios et de l'analyse par les flux dans un environnement où la spécificité des groupes est désormais reconnue. Pourtant, l'EFN recouvre le concept d'endettement financier brut et permet également d'expliquer un fait financier nouveau. Dès lors, il peut se concevoir comme un outil alternatif et substituable au concept antérieur sans donner lieu à des conflits.

En outre, la méthode de l'EFN n'est pas forcément pertinente dans toutes les situations d'entreprises. Elle ne peut s'appliquer efficacement que si on est en présence d'entreprises ayant une trésorerie excédentaire. Mais la définition que l'on en donne dans cette thèse présente des limites car elle n'est que théorique. Ainsi l'évolution des mentalités et le contexte économique et social poussent à raisonner aujourd'hui en termes d'EFN même si, au demeurant, cet indicateur induit une perte d'information sur l'importance de l'endettement brut et de la trésorerie "actif". En définitive, l'EFN ne fait donc que retranscrire la notion de dette nette en consacrant les immobilisations financières non spéculatives comme un élément de la fonction de production et les placements financiers à court terme comme un instrument de la politique d'endettement.

Chapitre 5 : Interactions entre trésorerie et performances financières

Le comportement des entreprises en matière de trésorerie répond à des enjeux financiers et économiques. Sur le plan macro-économique, quelques observations sur les principales caractéristiques du contexte économique français qui ont prévalu au cours de cette période suffisent à relativiser les enseignements de cette étude au regard de la spécificité structurelle des entreprises ayant une trésorerie substantielle. Levy-Garboua et Maarek (1985) n'ont-ils pas écrit : *d'abord facteur de prospérité, les dettes accumulées nous ont fait basculer de l'euphorie de la croissance- le boom- au désenchantement de l'inflation et du chômage- la crise*. Globalement, la croissance en volume du produit intérieur brut français est en phase avec celle des principaux partenaires européens. L'année 1984 amorce une accélération quasi-continue de la croissance jusqu'en 1988, passant ainsi de moins de 1.8% en 1985 à 3.7% en 1988. On assiste ensuite à un ralentissement de l'activité après 1989. Ce qui aboutit enfin à un rythme de croissance de 0.6% en 1991 à 1.2% en 1992[233]. L'inflation a reculé entre 1984 et 1991 pour se stabiliser aux alentours de 2.4% en 1992. Dans un autre sens, le taux de chômage a continué sa progression à un rythme plus soutenu que les années précédentes. En 1990, il représentait 8.9% de la population active, et en 1992 il a atteint le seuil de 10.5%. Corrélativement, la sous-période 1989-1992 a été marquée par la persistance du phénomène d'inversion de la courbe de la structure des taux d'intérêt. Malgré la dégradation des grands équilibres macro-économiques, la situation financière des sociétés et des quasi-sociétés est en cours d'assainissement (tableau 5.1). Le redressement des entreprises et, dans une moindre mesure, leurs efforts de désendettement s'expliquent par la poussée du taux d'épargne qui n'a cessé d'augmenter

[233] Il faut souligner que, pour la première fois depuis 1975, un recul de 9% en volume du PIB a en effet été enregistré en 1993.

depuis 1984 avant de plafonner à un taux de 18%. Cette aisance financière est le reflet de trois faits financiers majeurs. Premièrement, la structure de partage de la valeur ajoutée s'est modifiée. Deuxièmement, le niveau élevé du taux d'autofinancement autorise une forte croissance des placements financiers. Troisièmement, l'évolution du taux de prélèvement financier est le signe d'une baisse du taux d'endettement. Dans tous les cas, 1988 est une année charnière car les principaux indicateurs financiers entament une ère de dégradation. Cette tendance s'est accentuée à partir de 1989 par la reprise du financement par endettement et par les tensions sur les taux d'intérêt. La hausse du niveau d'épargne des entreprises et leur effort de désendettement se conjuguent avec une forte croissance des placements financiers.

Tableau 5.1 : La situation financière des sociétés et quasi-sociétés (1982-1992)

(En %)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Taux de marge[1]	25.6	26.1	27.5	28.4	31	31.9	33.2	33.5	32.4	32.1	32.3
Taux d'investissement[2]	18.4	17.3	16.6	16.9	16.9	17.6	18.2	18.7	18.9	18.3	16.9
Taux d'autofinancement[3]	57.6	64.1	74.4	75.7	94	94.6	104.2	96.9	88.9	94.6	105.9
Taux d'endettement[4]	117.3	126.5	97.2	77.1	57.8	36.9	41	28.1	22.9	37	35.2

Source : Comptes de la nation 1992, INSEE.
1Excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée au prix du marché.
2 FBCF/valeur ajoutée.
3 Epargne brute/FBCF.
4 Encours de l'endettement obligataire et bancaire/fonds propres.
FBCF : Formation brute de capital fixe.

Une des conséquences de tous ces comportements économiques dans les entreprises est l'accroissement important du poids de la trésorerie dans le bilan des entreprises. Cet état de fait conduit à s'intéresser directement à l'influence de la trésorerie sur la politique générale en particulier sur leur richesse réelle (Bhattacharya et Gallinger 1991, Huberman 1994). L'analyse empirique qui suit est basée sur le postulat selon lequel une entreprise possède un stock de trésorerie "actif" significatif lorsque celle-ci détient des valeurs mobilières de placement qu'elle qu'en soit la fraction détenue[234]. Le travail

[234]Il est évident que la composition des actifs de trésorerie d'une entreprise change quand le volume des disponibilités augmente. En tout état de cause, la possession de valeurs mobilières de placement signifie

statistique consiste en un traitement des données de panel d'entreprises pour les exercices allant de 1988 à 1992. L'échantillon non constant extrait de la base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France comporte près d'un tiers d'entreprises ayant un poste "valeurs mobilières de placement" dans leur bilan. La période retenue couvre à la fois le passé le plus récent et les phases de rupture dans le comportement financier des entreprises françaises au cours des dix dernières années[235]. On choisit donc implicitement de ne pas travailler sur un échantillon constant en explorant une population plus grande. L'objet de la présente étude est de mettre en évidence l'importance du phénomène de détention de trésorerie "actif" (trésorerie par la suite) au sein des entreprises industrielles d'une part, d'apprécier la relation entre la trésorerie et les performances financières d'autre part. Il ne s'agit pas d'identifier les différentes causes qui ont poussé telle ou telle entreprise à se constituer de la trésorerie, ni de scruter les indicateurs méthodologiques qui traduisent le mieux l'ampleur du phénomène. Les résultats empiriques obtenus montrent que les entreprises détenant des valeurs mobilières de placement sont les plus performantes[236]. Loin d'avoir une stratégie d'ajustement en ayant recours aux crédits à court terme, ces dernières se caractérisent par une trésorerie nette positive[237]. Tous les travaux statistiques sont réalisés à l'aide du logiciel SAS.

---

que son engagement dans une activité de gestion de trésorerie est effectif. L'existence de coûts de transaction rend coûteuse toute activité de gestion de trésorerie non significative.
Voir : Koulayom (1995, 1996a, 1996b), Fried et Gaudry (1987).

[235]Les données de 1993 sont incomplètes au moment de l'étude.

[236]Après avoir constaté que les entreprises qui ont des taux de trésorerie plus élevés que la moyenne, la détiennent surtout sous forme de valeurs mobilières de placement, on a choisi de mesurer l'excédent de trésorerie en l'approximant par l'aptitude d'une entreprise à détenir des valeurs mobilières de placement.

[237]La relation fondamentale de trésorerie stipule que le fonds de roulement soit égal au besoin en fonds de roulement auquel on ajoute la trésorerie nette. La trésorerie nette est égale à la trésorerie "actif" moins les concours bancaires courants.
Voir *supra* : chapitre 4.

5.1. Méthodologie de recherche

La présente étude porte sur un échantillon d'entreprises industrielles issu de la base de données harmonisées de la Centrale de Bilans de la Banque de France sur la période 1988-1992. La démarche descriptive adoptée conduit à utiliser un fichier non cylindré[238]. Après avoir présenté l'hypothèse testable et défini les variables, on présente les méthodes statistiques utilisées.

5.1.1. Rappel des hypothèses

L'objet de cette étude est de montrer l'existence d'une relation entre la détention significative de trésorerie et les performances financières ; la détention de trésorerie est excédentaire dès lors qu'une entreprise possède des valeurs mobilières de placement (VMP). Toute différence de performances établie entre les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement et les autres provoque le rejet de l'hypothèse nulle.

H1 (hypothèse nulle) : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas des performances financières significativement différentes des entreprises qui n'en détiennent pas.

Le rejet de l'hypothèse nulle conduit à considérer la trésorerie comme un facteur stratégique. Cette vision va à l'encontre des principes fondamentaux de l'analyse financière traditionnelle qui traite la trésorerie comme une variable d'ajustement (Cohen 1994). Ceci est d'autant plus vrai que l'évolution de la trésorerie est de plus en plus indépendante de la variation des besoins en fonds de roulement dans un système financier de plus en plus créatif.

238 L'avantage de travailler avec un échantillon cylindré (ou constant) est de pouvoir disposer de données stables sur toute une période, de manière à opérer des comparaisons fiables.

5.1.2. Opérationnalisation des variables

Les variables intervenant dans l'étude sont présentées en fonction de leurs statuts dans l'échelle de la validation de nos hypothèses.

La mise en évidence d'une typologie

L'appréhension du phénomène de détention de trésorerie peut être envisagée de différentes manières. A priori, on adopte la typologie d'entreprises déjà utilisée par Fried et Gaudry (1987) et Koulayom (1995) qui est fonction d'une codification binaire : ne pas détenir des valeurs mobilières de placement ou détenir des valeurs mobilières de placement. Les premières (groupe 1) caractérisées par une trésorerie nette positive, dégagent en moyenne des excédents de trésorerie de leur cycle de financement qu'elles engagent dans une politique de placements. Les secondes (groupe 2) caractérisées par une trésorerie nette négative, emploient en moyenne des concours bancaires courants plus importants pour couvrir les besoins de financement que suscitent leurs activités.

La trésorerie

Dans cette étude, on ne s'intéresse ni à la comparaison des différentes définitions de la trésorerie ni à la recherche du meilleur indicateur de mesure de la trésorerie. La notion de trésorerie retenue tout au long de ce travail comprend les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les billets de trésorerie souscrits. Quatre taux de trésorerie sont calculés. Lorsque le taux de trésorerie est évalué par rapport à l'actif total (R1) ou par rapport au capital engagé (R2), il traduit un ratio de structure des actifs qui révèle le poids des actifs de trésorerie par rapport à l'ensemble des actifs. Lorsqu'il est évalué par

rapport aux dettes financières (R3), il donne le poids de la trésorerie par rapport aux dettes financières et teste de ce fait, l'aptitude de la firme à gérer le risque d'illiquidité. Lorsqu'il est évalué par rapport au chiffre d'affaires (R4), il prend la mesure du phénomène de croissance de la trésorerie relativement à celle de l'activité. La matrice des corrélations ci-dessous (tableau 5.2) montre une forte liaison entre ces différents taux de trésorerie. Ce qui justifie l'utilisation d'un seul ratio (R1) dans cette étude.

Tableau 5.2 : Matrice des corrélations des taux de trésorerie (1992)

	Corrélation de Kendall				Corrélation de Pearson			
	R1	R2	R3	R4	R1	R2	R3	R4
R1	1	0.92	0.87	0.79	1	0.98	0.97	0.92
R2		1	0.83	0.81		1	0.96	0.93
R3			1	0.77			1	0.91
R4				1				1

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
R1 : Trésorerie / Actif total
R2 : Trésorerie / Capital engagé
R3 : Trésorerie / Dettes financières
R4 : Trésorerie / Chiffre d'affaires

La notion de performance financière

A défaut de pouvoir mesurer la valeur de l'entreprise au travers de la valeur comptable, on cherche à saisir l'influence du comportement en matière de trésorerie des entreprises sur l'évolution de leurs performances financières. D'une manière générale, la performance financière mesure le degré de réalisation des objectifs financiers de l'entreprise. En termes d'efficacité, cela revient à se demander si l'entreprise analysée a amélioré ses résultats compte tenu d'un coût de production et de financement moindre[239]. En comptabilité, cette notion présente des limites liées aux méthodes et aux

[239]Dans la littérature financière, la rentabilité économique est le ratio le plus utilisé pour représenter les performances financières.

conventions comptables[240]. Elle n'est pas incompatible avec l'idée de valeur et de richesse définie précédemment[241].

Encadré 5.1 : Les ratios comptables de performance

Rentabilité brute d'exploitation = **R11** = Excédent brut d'exploitation / Capital d'exploitation

Rentabilité brute globale = **R5** = Excédent brut global / Capital engagé

Ratio des frais financiers = **R6** = Intérêts et charges assimilées / Excédent brut global

Taux d'endettement financier = **R7** = Endettement financier / Financement propre

Taux d'autofinancement = **R8** = Autofinancement / Emplois nets

Poids du besoin en fonds de roulement = **R9** = Besoin en fonds de roulement d'exp. / Volume d'affaires H.T.

Intensité capitalistique = **R10** = Equipement productif / Effectif

Taux d'investissement = **R11** = Investissement productif / Valeur ajoutée

Les performances financières constituent une sanction de l'efficacité globale de l'entreprise (Cohen 1994, p.342)[242] qui privilégie la mesure des résultats obtenus et des

[240]Ces limites sont la convention de coût historique, les principes comptables, la contrainte de la partie double, la prise en compte du temps, les amortissements, les méthodes d'évaluation et de réévaluation, les engagements hors-bilan, etc.

[241]Quoi qu'il en soit, les notions de performances financières et de valeur sont différentes même si parfois il peut y avoir quelques similitudes.

[242]Elles reflètent la façon dont cette dernière a valorisé les ressources qui lui sont confiées. La performance financière est donc un élément de l'analyse de la valeur.

moyens déployés par rapport à des objectifs légitimes de succès. La combinaison plusieurs indicateurs comptables non exclusifs permet d'apprécier les performanc financières des entreprises. Les huit ratios caractéristiques retenus pour cette étu concernent les principaux volets de la politique financière : le rendement, financement, l'activité, les moyens d'exploitation et l'investissement. Il s'agit des rati de diagnostic financier d'une entreprise c'est-à-dire [243] :

- de sa rentabilité économique, qui permet d'apprécier l'efficacité de ses résultats dans l mise en œuvre du capital (rentabilité brute globale- R5 et rentabilité brute d'exploitatior R11) ;
- de son ratio des frais financiers, qui est un indicateur de sa vulnérabilité (R6) ;
- de son taux d'endettement financier qui est une mesure de son indépendance à l'égar des différents apporteurs de capitaux (R7) ;
- de son taux d'autofinancement, qui donne l'importance des flux réinvestis (R8) ;
- du poids des besoins en fonds de roulement, qui est un indice de ses besoins en trésorerie (R9).

L'hypothèse H1 se décline en cinq sous-hypothèses :

H11 (hypothèse nulle) : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas une rentabilité économique significativement différente des entreprises qui n'en détiennent pas.

H12 (hypothèse nulle) : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas un ratio de frais financiers significativement différent des entreprises qui n'en détiennent pas.

[243] Ces ratios sont directement tirés de la méthodologie d'analyse financière de la Banque de France (1988).

H13 (hypothèse nulle) : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas un taux d'endettement significativement différent des entreprises qui n'en détiennent pas.

H14 (hypothèse nulle) : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas un taux d'autofinancement significativement différent des entreprises qui n'en détiennent pas.

H15 (hypothèse nulle) : Les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas un poids du besoin en fonds de roulement significativement différent des entreprises qui n'en détiennent pas.

Les variables de contrôle

Pour vérifier que les fluctuations observées dans le comportement en matière de trésorerie ne sont pas essentiellement dues à des facteurs macro-économiques, on intègre la croissance dans nos analyses. La croissance (ou décroissance) est mesurée d'une manière élaborée par la prise en compte de l'énergie et de la puissance déployées par chaque firme. Elle correspond à la différence entre le taux de variation de la valeur ajoutée (en coût historique - variable TVA) et le taux de croissance du produit intérieur brut marchand (en valeur) ; une entreprise est dite en croissance lorsque l'écart entre ces deux taux est positif[244]. Il va sans dire que la croissance est liée aux variations des

[244]Cette méthodologie a été utilisée par Paranque (1994b). On n'a pas les informations nécessaires pour prendre en compte l'inflation. En effet, l'absence d'information sur le comportement des entreprises en matière d'arbitrage prix-volume oblige à utiliser une méthode qui se sert du taux de croissance du PIB marchand : 8% (en 1988), 7.8 % (en 1989), 5.6% (en 1990), 3.4 % (en 1991) et 3.1% (en 1992) (Source : Rapport sur les comptes de la nation 1992). Il faut donc garder à l'esprit que la croissance est fonction de l'évolution des prix notamment lorsque la firme ne peut pas prévoir avec précision des actifs

besoins de liquidités (investissement, croissance du BFR,...) générées par l'activité d'une entreprise[245] lesquelles s'accroissent avec la hausse des prix[246]. Ce point de contrôle permet entre autres de saisir le cas échéant les contraintes internes dues à la position des dirigeants par rapport aux autres participants et aux modifications structurelles qui peuvent surgir. Il traduit le dynamisme des firmes de l'échantillon. Plus simplement, la décomposition de l'entreprise en portefeuilles d'activités permet de déterminer les besoins de liquidités et les ressources financières dégagées en fonction du cycle de croissance[247]. Le score de l'entreprise extrait de la méthodologie de la Centrale de Bilans de la Banque de France permet d'enrichir l'analyse financière toute entière en ce qu'il constitue un indicateur synthétique de vulnérabilité. Malgré les limites qui ont pu être avancées quant à ses méthodes de calcul de l'analyse discriminante et à son application naïve, le score a subi de nombreux développements théoriques et empiriques qui justifient son adoption comme outil d'analyse des entreprises en difficulté[248]. En effet, si

---

suffisamment importants pour compenser une baisse de prix. Par ailleurs, au niveau macro-économique, seule la croissance interne est prise en compte puisque les opérations externes du type fusion et acquisition ne changent pas la richesse de la nation.

[245]Autrement dit, la croissance de l'entreprise est limitée à long terme par le volume de liquidités qu'elle détient.

Voir *supra* section 2 du chapitre 2, pour l'étude de la relation entre trésorerie et taux de croissance.

[246]Rappelons que nos traitements ne sont pas déflatés (prix constants).

[247]Les matrices d'analyse de portefeuilles d'activités du Boston Consulting Group (BCG), d'Athur D. Little (ADL) et de McKinsey (McK) supportent cette logique. Mais la globalité des données comptables de l'échantillon interdit cette distinction.

[248]La fonction score "Z" de la Banque de France relative à l'industrie ("B" pour les secteurs bâtiment-gros œuvre et génie civil) est :

100 Z = - 1,255 R1 + 2,003 R1 - 0.824 R3 + 5,221 RR4 - 0,689 R5 - 1,164 R6 + 0,706 R7 + 1,408 R8 - 85,544 :

avec
- R1 : frais financiers/résultat économique brut,
- R2 : couverture des capitaux investis,
- R3 : capacité de remboursement,
- R4 : taux de marge brute d'exploitation,
- R5 : taux de croissance de la valeur ajoutée,
- R6 : délai découverts-clients,
- R8 : taux d'investissement physique.

Les seuils définis sont :
- Z compris entre - 3 et -0,25 : situation défavorable,
- Z compris entre - 0,25 et + 0,125 : zone d'incertitude,
- Z compris entre + 0,125 et + 3 : situation favorable.

Cette formule est différente du nouveau score opérationnel à partir de 1995. Celui-ci n'est plus communiqué au public.

on considère que les entreprises les plus risquées sont celles qui sont les plus sensibles au risque de défaillance alors les entreprises qui ont un score défavorable sont celles qui ont le niveau de liquidité le plus bas ; pour celles-ci les crises de liquidités sont assez fréquentes. Il n'est pas non plus inutile de voir dans quelle mesure il peut y avoir ou non arbitrage entre la détention d'actifs de trésorerie et le taux d'investissement (R11) dans le processus de production. En cas de non éviction des actifs réels par les actifs de trésorerie comme le prédisent la plupart des études présentées dans la première partie de cette thèse, on vérifie que l'intensité capitalistique mesurée par le montant des équipements par salarié, n'évolue pas vraiment dans le même sens (R10).

5.1.3. Données

Les données employées dans cette étude sont extraites de la base de données harmonisées d'entreprises de la Centrale de Bilans de la Banque de France (CDB)[249]. Cette base comptable compte aujourd'hui plus de 35 000 entreprises tous secteurs confondus (énergie, industrie, commerce et bâtiment gros-œuvre, génie civil et agricole). Une évolution qui a été possible grâce aux relations privilégiées que la Banque de France entretient avec ses adhérents. Au delà de la méthodologie traditionnelle d'analyse financière, la Centrale de Bilans de la Banque de France, partie intégrante aujourd'hui de la Direction des Entreprises[250], propose, depuis 1968, une

---

Voir Bardos (1991).

[249]La Centrale de Bilans de la Banque de France est membre du Comité de Liaison des Centrales de Bilans depuis sa création. Les autres membres sont :
- la Caisse des Dépôts et Consignations qui centralise depuis 1958 les documents comptables de quelques centaines d'entreprises cotées en Bourse ;
- le Crédit National qui a constitué en 1964 une Centrale de Bilans qui traite les comptes d'environ 2000 firmes ;
- l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques qui exploite de façon systématique les déclarations fiscales des entreprises imposées au bénéfice réel ;
- la Direction de la Prévision du Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget qui utilise depuis 1971 un échantillon d'environ 15000 sociétés extrait du fichier exhaustif de l'INSEE.

[250]La Direction des Entreprises est une composante de la Direction Générale du Crédit qui gère entre autres la Direction des Marchés de Capitaux et la Direction des Etablissements de Crédit. Cette direction

méthodologie d'analyse qui permet de déboucher sur une démarche de diagnostic spécifique. Elle répond aux besoins d'informations exprimés par le gouvernement de la Banque, c'est-à-dire à la connaissance du tissu économique français pour mieux orienter son objectif de maintien de la stabilité des prix (lois du 3 août 1993 et du 31 décembre 1993). La méthodologie d'analyse qu'elle utilise est orientée vers une vision globale de l'entreprise, privilégiant la réalité économique des opérations comptables, de manière à situer les caractéristiques financières et les performances de l'entreprise dans son environnement professionnel. De ce point de vue, des retraitements supplémentaires sont opérés le cas échéant (redevances de crédit-bail, charges externes de personnel, participations des salariés au fruit de l'expansion, effets escomptés non échus...). En échange de la fourniture annuelle d'informations descriptives et comptables[251] par chaque adhérent, la Centrale de bilans restitue un dossier individuel d'entreprise (DIE). Le DIE comprend les points-clés, l'analyse de l'exploitation, l'analyse globale et quelques compléments d'analyse (évolution des charges financières et effet de levier). Les points-clés mettent en évidence les dix ratios les plus pertinents de la batterie des trente-six existants, le score Z (fonction score) et le tableau des emplois et ressources. L'intérêt pour l'entreprise est de disposer d'un regard différent sur ses comptes, grâce à une méthodologie spécifique différente de l'approche bancaire classique, et de la fourniture de références sectorielles. L'Observatoire des Entreprises effectue des études économiques générales sur l'évolution du système productif français, des analyses thématiques, des états financiers globalisés à la demande et des publications sectorielles. Enfin, l'analyse financière du DIE est prolongée par les prestations de la gamme Géode

---

regroupe l'ex Centrale de Bilans (CDB), le Fichier Bancaire des Entreprises (FIBEN) et le Service Central des Risques.

[251] Outre les renseignements nécessaires à son identification (régime fiscal, activité, effectifs, etc.), l'entreprise adhérente dépose une fois par an auprès de la Banque de France :
- une photocopie des tableaux composant sa déclaration fiscale (imprimés 2050 à 2058),
- sept feuillets complémentaires donnant le détail de certains postes du bilan, de l'endettement et des flux inter-exercices.

qui allie la puissance d'un système-expert (Géode 1) à la flexibilité d'un logiciel de simulation (Géode 2 et Géode 3).

Si on prend comme référence pour calculer la représentativité de cette base de données, le rapport des personnels employés par les firmes adhérentes aux effectifs globaux de chaque secteur calculé par l'INSEE, alors le taux de couverture (t)[252] des grands secteurs de l'économie est globalement satisfaisant. Cette représentativité est globalement satisfaisante dans l'industrie où le taux de couverture global est de 64% en 1991 : soit plus de 85% pour les entreprises de plus de 500 salariés. Il est assez convenable dans le secteur du bâtiment, génie civil et agricole (38% en 1991) ou celui du commerce (37% en 1991). Dans le secteur des services, quelques sous-secteurs sont bien représentés (24% en 1991), d'autres sont en cours de prospection. La représentativité de l'échantillon de la Centrale de Bilans a fait l'objet d'une réflexion théorique et empirique qui permet aujourd'hui d'envisager raisonnablement des extractions de données fiables ; le seul handicap est qu'il contient une grande majorité d'entreprises saines puisque toute adhésion est volontaire[253]. Quelques critiques peuvent en effet être avancées à son égard. Le caractère de volontariat du mode de collecte des données est contraire à la règle de l'art qui consiste à procéder à des choix aléatoires. La qualité des informations disponibles est mise à mal par l'existence de valeurs aberrantes et de valeurs extrêmes[254] malgré des centaines de contrôles de cohérence prévus[255]. Des travaux de nettoyage et de bornage sont ainsi entrepris pour pallier certains des inconvénients évoqués plus haut. L'élimination de valeurs aberrantes se fait également en mettant le minimum du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée à zéro.

---

252 $t = \dfrac{\text{nombre de personnels employés par les firmes adhérentes}}{\text{effectifs globaux calcules par l Insee}}$

253 Banque de France, "Etude sur la représentativité de l'échantillon de la Centrale de Bilans", Direction Générale des Etudes, Note Interne, Août 1979.

254 Ces valeurs peuvent être dues à des erreurs de collecte de données ou à des erreurs de frappe. Les méthodes de nettoyage permettent de réduire leur influence.

255 Une étude de la Centrale de Bilans de la Banque de France propose ainsi huit méthodes de nettoyage de données pour redresser les valeurs aberrantes et les valeurs extrêmes des fichiers d'entreprises.
Cf. E. Kremp, La question du nettoyage de données, Observatoire des Entreprises, Collection Entreprises-Banque de France, n°94/03.

5.1.4. Analyse de l'échantillon

Cette étude ne concerne que les entreprises industrielles caractérisées par un comportement financier relativement homogène et différent des autres comme, par exemple, les entreprises commerciales. C'est un choix qui restreint donc le champ de l'étude. Mais la bonne connaissance des secteurs de l'industrie, qui ne cesse de s'améliorer sur tous les plans[256], est de nature à consolider les enseignements partiels que l'on pourra mettre en évidence. Un des nombreux résultats des travaux qui portent sur les entreprises industrielles montre que celles-ci peuvent se différencier au niveau de leur taille et de leur appartenance à un secteur de l'industrie. L'échantillon ne comprend pas les entreprises dont le métier est la finance, c'est-à-dire celles qui font du motif de spéculation une préoccupation majeure, mais il tient compte des holdings financiers à caractère industriel[257]. Les établissements purement financiers à vocation de banque ou d'assurance sont exclus d'office, de même que les entreprises dont certaines informations ne sont pas disponibles. On s'intéresse aux entreprises françaises de droit

---

256 Vous pouvez consulter les références suivantes qui sont publiées chaque année :
- Les principales branches d'activité, Banque de France , Direction Générale des Etudes,
- La situation de l'industrie, Ministère de l'Industrie, des PTT et du Commerce Extérieur, SESSI Statistique.
- Les comptes de la nation, INSEE.
- Les fascicules sectoriels, Banque de France, Observatoires des entreprises.
- La situation du système productif, Banque de France, Observatoires des entreprises.

257 La création d'un holding, structure de tête de groupe, répond à des considérations économiques et financières mais parfois fiscales. Les holdings financiers permettent de regrouper, sous une entité juridique unique, un conglomérat d'entreprises exerçant leurs activités dans différents domaines. Leur nombre s'est considérablement accru au cours de ces dernières années et ils jouent, aujourd'hui, un rôle important dans la vie économique en France, en prenant des participations significatives, souvent majoritaires, dans des secteurs clefs. Ces holdings , souvent cotés en Bourse, sont capables de lever rapidement les fonds nécessaires à une prise de participation dans une affaire importante ou à l'organisation d'un "raid" sur une société convoitée. Leur développement et leur puissance passent par l'utilisation optimale des effets de levier financier et juridique. Le holding se borne à gérer les multiples participations financières qu'il possède dans diverses sociétés. Toutefois, il assume de plus en plus, indépendamment de son rôle financier, une action de direction et de gestion. Les holdings industriels ont pour objectif d'acquérir des titres ou des sociétés, soit dans le cadre d'une stratégie industrielle à long terme ou en complément d'activités existantes, soit dans le cadre d'une diversification. Les holdings strictement financiers prennent des participations dans des entreprises, en vue de dégager des résultats financiers ou des plus-values.

privé et aux entreprises publiques, à l'exception des collectivités locales. La très petite entreprise est peu concernée par l'analyse parce que, contrairement aux autres entreprises, elle s'intéresse exclusivement à la mobilisation de l'ensemble de ses ressources pour investir et suivre son marché. Sa gestion financière est peu intense car elle doit, avant tout, songer aux échéances et la gestion de la trésorerie se confond le plus souvent avec celle d'un crédit à court terme important. Son comportement se caractérise par un souci de satisfaire le désir de détention d'encaisses pour des motifs de transaction. D'autre part, les montants pour lesquels elle peut arbitrer sont faibles. Ceci limite les possibilités de placements et/ou accroît les coûts de transaction d'autant plus qu'elles ne disposent souvent ni d'un service de gestion de la trésorerie assez efficace (lorsqu'il existe), ni d'un appui suffisant auprès des banquiers pour exploiter les possibilités de placements qui s'offrent à elles ou même en avoir connaissance.

D'une façon générale, c'est l'activité principale des entreprises qui détermine leur classement dans les différents ensembles. La référence utilisée est la Nomenclature d'Activités Française[258] -NAP et les secteurs de l'industrie retenus sont ceux du niveau de regroupement U15[259]. L'utilisation de ratios dans cette étude permet ainsi, d'amoindrir les disparités dues à des effets de taille. Cette étude concerne surtout sur les moyennes et grandes entreprises soucieuses de leur efficacité et pourvues de techniques de gestion particulièrement élaborées. L'objectif est d'obtenir des données homogènes pour les sous-échantillons d'entreprises étudiées. Pour la notion de très petite entreprise,

---

258 Il s'agit de l'ancienne Nomenclature des Activités et des Produits - NAP- décret n° 73.1036 du 9 novembre 1973. La norme européenne élaborée récemment a conduit à la NAF -Nomenclature d'Activités Française et à la CPF -Classification des Produits Française, qui sont en vigueur depuis le 1 janvier 1993.

259 Les secteurs au niveau U15 sont :
- les industries agricoles et alimentaires,
- les industries des biens intermédiaires,
- les industries des biens d'équipement professionnel,
- les industries des biens de consommation courante,
- les constructions automobiles et autres matériels de transport.

Pour le niveau T40, voir le tableau A5 de l'annexe 1.

il faut d'abord choisir un critère satisfaisant. Le choix va vers le chiffre d'affaires et le nombre de salariés qui sont les deux critères les plus utilisés dans la littérature économique[260] par rapport à d'autres critères concurrents tels que la valeur ajoutée, les fonds propres et le total bilan. On retient ainsi de la base de la Centrale de Bilans, les entreprises dont l'effectif total est supérieur à 10 et le chiffre d'affaire supérieur à 5 millions de francs. Enfin, on ne considère que des sociétés commerciales de type sociétés anonymes et sociétés à responsabilité limitée. Les autres critères de sélection sont :

- date d'arrêté des comptes égale à 12 mois,
- régime fiscal d'impôt sur les sociétés,
- années extraites entre 1984 et 1993.

Les ratios calculés subissent un traitement particulier. La détection des valeurs extrêmes s'effectue au moyen de deux méthodes de troncatures. Le bornage manuel successif à l'aide de la procédure PROC UNIVARIATE du logiciel SAS conduit dans un premier temps, à éliminer les valeurs isolées économiquement aberrantes[261], ratio par ratio. Un bornage spécifique est pratiqué pour certains ratios dont la variable comptable au dénominateur est négative (financement propre, excédent brut global...). Ensuite, le bornage final s'effectue en fixant les deux bornes des ratios au dernier centile ou au premier centile en fonction du sens économique. Ceci diminue le nombre d'entreprises extraites sur chaque année de plus de 1% .

[260] Contrairement au critère du chiffre d'affaires, le critère de l'effectif total donne l'avantage de pas être sujet aux fluctuations monétaires et de ne pas estomper l'importance de l'activité productive. D'ailleurs, les recherches statistiques montrent une forte corrélation entre les divers indicateurs de taille autres que ces deux critères. De plus, ils sont aussi bien utilisés dans le cadre de travaux théoriques et empiriques que par le législateur qui a souvent eu besoin de différencier les petites entreprises des grandes entreprises, de manière à définir le champ d'action des lois sociales, fiscales, comptables, financières et de sociétés.

[261] En effet, l'objet n'est pas d'effacer les différences de situations économiques.

Le classement des entreprises en fonction de la typologie du placement montre que la proportion des entreprises qui placent leurs liquidités sous forme de valeurs mobilières de placement est plus ou moins stable pendant la période d'étude, passant ainsi de 32% en 1988 à 35% en 1992 (tableau 5.3). Ces entreprises possèdent près de 68% de la masse globale de la trésorerie en 1992 contre 58% en 1988.

Tableau 5.3 : Nombre des entreprises en fonction de la typologie du placement

Année	1988	1989	1990	1991	1992
G1 : Ne pas détenir-VMP	7521	8023	8458	8663	8534
G2 : Détenir des VMP	3505	3843	4171	4483	4685
Ensemble-	11026	11866	12629	13146	13219

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).

Un classement sommaire des entreprises en fonction de leurs tranches de taux de trésorerie débouche sur les mêmes enseignements que la typologie précédente en mettant en exergue une accentuation du phénomène de concentration observé ci-dessus. En effet, 25% des entreprises caractérisées par un taux de trésorerie par rapport à l'actif total supérieur à 8,3%, possèdent en 1988, 78% de l'assiette globale de la trésorerie[262].

Le rapprochement de cette typologie avec les modalités de la croissance (croissance ou décroissance) permet de relativiser la nature des performances accomplies eu égard à l'environnement macro-économique[263]. On a assisté à une baisse relative du nombre des entreprises en croissance (tableau 5.4) alors que le nombre d'entreprises pratiquant une politique de placement a légèrement augmenté. Les entreprises dites en croissance c'est-à-dire celles dont le taux de valeur ajoutée dépasse le taux de croissance du PIB

[262]En 1988, 7% des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement appartiennent au groupe des entreprises qui disposent des taux de trésorerie les plus faibles c'est-à-dire inférieurs à 2.6%.

[263]Ceci entraîne la typologie des modes de croissance suivante :
- groupe F1 : forte croissance et non détention de VMP ;
- groupe F2 : forte croissance et détention de VMP ;
- groupe F3 : faible croissance et détention de VMP ;
- groupe F4 : faible croissance et non détention de VMP.

marchand, sont majoritaires au sein de l'échantillon de 1988 à 1990 (51%, 53% et 56°
et deviennent minoritaires en 1991 (49%) et en 1992 (45%).

Tableau 5.4 : Nombre des entreprises en fonction de la typologie du placement et de la modalité la croissance

Année	1988	1989	1990	1991	1992
F1 :Forte croiss. et G1 (VMP=0)	3840	4260	4682	4205	3808
F2 :Forte croiss. et G2 (VMP>0)	1850	2122	2386	2266	2065
F3 :Faible croiss. et G1 (VMP=0)	3681	3763	3776	4458	4726
F4 :Faible croiss. et G2 (VMP>0)	1655	1721	1785	2217	2620
Ensemble-	11026	11866	12629	13146	13219

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).

La présentation de l'échantillon en fonction du risque représenté par le score montre q
les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement sont non seuleme
les plus nombreuses mais en plus celles qui ont la probabilité la plus grande d'apparte
au groupe de score favorable si on se place dans une perspective comparative (v
tableau A4 de l'annexe 1). Enfin si on estime que les entreprises du groupe 1 doive
avoir une trésorerie nette négative et les entreprises du groupe 2, une trésorerie ne
positive alors on parvient à reclasser correctement plus des deux tiers des entreprises
l'échantillon (voir tableau A3 de l'annexe 1).

5.1.5. Méthodes statistiques

Dans la mesure où on cherche à décrire le comportement d'une population d'entrepris
l'étude des distributions de ratios s'effectue d'abord à partir de la moyenne des ratios
de l'écart type. Mais leur sensibilité aux valeurs extrêmes conduisent à considé
également les quartiles (Q1, Q2 et Q3). La moyenne des ratios est sensible aux valeu
extrêmes (mais pas à la taille) et possède en outre de nombreuses propriétés analytiqu

(linéarité, propriété barycentrique)[264]. Ce choix méthodologique permet de mettre l'accent sur l'analyse des comportements individuels d'une classe et exclut toute investigation d'ordre économétrique qui ne peut s'effectuer que par la prise en compte de ratios moyens. Des statistiques descriptives sont d'abord utilisées.

L'hypothèse nulle H1 suggère que les performances financières ne diffèrent pas systématiquement entre les types d'entreprises caractérisés par leur comportement en matière de trésorerie. Cette hypothèse est testée par l'utilisation de l'analyse de variance (test F) pour l'étude de la rentabilité, des frais financiers, des dettes, de l'autofinancement, du besoin en fonds de roulement et de l'intensité capitalistique. L'hypothèse sous-jacente à ce test est la normalité. Or les distributions de ratios n'évoluent pas toujours conformément à la loi normale (test de Kolmogorov-Smirnov au seuil de 5%). C'est ainsi que l'on applique le test non paramétrique de Kruskal-Wallis pour l'étude de l'effet taille, de l'effet secteur, du taux d'investissement et de la croissance de la valeur ajoutée. Les tests sont complétés en fin de parcours par une analyse de corrélations de rang (Kendall) entre le taux de trésorerie et des indicateurs de performances financières et ce, en fonction de chaque typologie d'entreprises.

5.2. Importance de la trésorerie dans les entreprises

Le champ des entreprises susceptibles de détenir des valeurs mobilières de placement et de la trésorerie s'est considérablement agrandi au cours des années 80. Toutefois, le fait majeur est la persistance du phénomène de concentration de la trésorerie autour d'un nombre restreint d'entreprises. Il convient tout d'abord de vérifier que les entreprises qui

[264]La moyenne des ratios diffère du ratio moyen qui est une moyenne pondérée de ratios individuels pondérée par la variable du dénominateur. Il est plutôt influencé par les entreprises de grandes tailles. Bien qu'ils ne prennent pas en compte les queues de distribution, les quartiles sont plus robustes que la moyenne dans le cas de gros échantillons. Ils donnent aussi une bonne information sur les tendances générales, la valeur centrale et la forme de la distribution.

placent une partie de leur trésorerie en titres à court terme sont également celles qui ont les taux de trésorerie les plus élevés. Ainsi, l'adoption d'une politique de placement financiers à court terme nécessite au préalable l'assurance d'une aisance de trésorerie et la mise en œuvre d'une démarche stratégique particulière. De ce fait, plus le volume de trésorerie est important, moins l'entreprise a besoin de recourir aux concours bancaires courants et plus elle dispose d'un volant de liquidités qu'elle peut se faire rémunérer[265]. Une fois ce résultat acquis, on peut ensuite étudier l'appartenance sectorielle et l'effet taille au travers de quelques critères non exclusifs. On analyse enfin le rôle de la croissance dans l'appréhension du comportement en matière de trésorerie.

5.2.1. Poids de la trésorerie

L'analyse de la distribution du ratio de trésorerie sur l'actif donne une vision hétérogène de l'évolution du comportement des entreprises industrielles françaises en matière de trésorerie (tableau 5.5)[266]. La détention de valeurs mobilières de placement apparaît être un facteur discriminant du comportement des entreprises industrielles en matière de trésorerie. Le taux de trésorerie des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement a augmenté alors que celui de leurs homologues a parallèlement baissé. Pour les premières, le taux de trésorerie représente plus du triple de celui des secondes ; son niveau est passé de 11.14% en 1988 à 12.48% en 1992[267] avec un accroissement très

[265] La réciproque est aussi vraie. Cependant, ce raisonnement ne signifie pas forcément que la détention d'une quantité importante de trésorerie implique une politique de placement car il existe des comportements atypiques. En effet, il y a des entreprises qui ont un faible volume de trésorerie et qui détiennent parallèlement des valeurs mobilières de placement.

[266] Les tests effectués dans la section méthodologie de recherche montre que le ratio trésorerie sur actif est très fortement corrélé avec le ratio trésorerie sur chiffre d'affaires. On effectue principalement les analyses sur un seul ratio car ils véhiculent tous les deux la même information. En l'occurrence, la préférence est portée vers le premier ratio qui traduit le mieux l'aspect structurel du comportement en matière de trésorerie. Ceci est compatible avec les résultats de Foster (1986).

[267] Ce taux était de 7.12% en 1984 (3.33% pour l'ensemble) et de 8.53% en 1985 (4.89% pour l'ensemble).

important de la part des valeurs mobilières de placement[268]. Cette tendance corrobore la solidité de la typologie adoptée. Le mouvement de hausse est plus atténué sur les quartiles mais avec des dispersions plus grandes (dispersion inter-quartile et écart type). Si on affine les analyses au niveau des composantes de la trésorerie, il apparaît que les entreprises ayant des valeurs mobilières de placement ont dans la plupart des cas un niveau d'encaisse supérieur aux autres entreprises. En effet, aucune variable n'est aussi représentative de la préférence pour la liquidité que les disponibilités. Il est admis dans cet esprit que l'acquisition de titres de placement à court terme en tant que substitut aux liquidités ne peut se faire que si les besoins primaires de liquidités pour les transactions sont satisfaits. Sans faire référence aux autres motifs que peuvent être la spéculation, la transaction et le financement, le seuil de disponibilités plus important atteint par ces entreprises suggère que celles-ci détiennent des ressources en excès surtout si on prend en compte les titres de placement.

Tableau 5.5 : Evolution de la trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total

Statistiques* (%)	Moyenne	Q1	Médiane	Q3	Ecart-type
1988	6.07	0.61	2.67	8.20	8.13
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.71	0.34	1.62	4.78	5.76
Groupe 2 (VMP > 0)	11.14	2.63	8.20	16.85	10.31
1989	6.12	0.57	2.59	8.31	8.32
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.57	0.30	1.47	4.48	5.41
Groupe 2 (VMP > 0)	11.46	2.82	8.44	17.13	10.52
1990	6.26	0.49	2.63	8.60	8.50
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.48	0.23	1.37	4.36	5.38
Groupe 2 (VMP > 0)	11.91	3.15	8.95	17.89	10.60
1991	6.36	0.45	2.50	8.83	8.71
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.30	0.20	1.18	4.01	5.27
Groupe 2 (VMP > 0)	12.26	3.45	9.49	18.22	10.78
1992	6.49	0.41	2.44	8.92	9.04
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.21	0.18	1.05	3.64	5.51
Groupe 2 (VMP > 0)	12.48	3.29	9.70	18.57	10.95

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

[268] Cette part est passée de 49% en 1988 à 58% en 1992. Il faut cependant noter qu'en valeur absolue sur l'ensemble de l'échantillon, le volume des valeurs mobilières de placement a largement dépassé celui des disponibilités.

En outre, les entreprises qui pratiquent une politique de placement ont non seulement u ratio trésorerie sur dettes financières plus élevé (voir tableau A2 de l'annexe 1) mai aussi un ratio trésorerie sur chiffre d'affaires plus important (voir tableau A1 de l'annex 1). Dans le premier cas, l'ampleur de la trésorerie par rapport à l'endettement appelle un interrogation sur le rôle de la trésorerie en tant que contrepartie de la dette. Ceci perme tout au plus d'accréditer la thèse de la faiblesse du risque de faillite pour les entreprise détenant des valeurs mobilières de placement. Dans le deuxième cas, c'est le problèm de l'ajustement des recettes aux dépenses qui est en cause.

5.2.2. Appartenance à un secteur d'activité

Le comportement en matière de trésorerie est moins lié aux besoins spécifiques c liquidités de chaque secteur d'activité qu'à la stratégie financière développée par chaqu entreprise dans un contexte économique favorable (déréglementation bancair évolution de la courbe de la structure des taux, organisation de la fonction c trésorerie...). L'analyse en fonction de la politique de placement et de l'activité n'appor aucune révélation supplémentaire par rapport aux tendances observées précédemme sachant que les évolutions des effectifs des différentes strates sont quasi-identique Quelle que soit l'année, les taux de trésorerie les plus élevés sont réalisés dans l industries des biens d'équipement professionnels. La différence de taux de trésorer semble être dépendante du secteur d'activité à mesure que l'on se situe à un niveau plus en plus fin de la nomenclature d'activité et de produits (voir tableau A5 annexe 1 Mais l'examen des secteurs du niveau U15 (tableau 5.6) ne permet pas de conclu définitivement à l'existence d'un effet sectoriel comme le prédisent Gilmer (198 Foster (1986), Issoulie et Thomas-Rubine (1987)[269]. Ceci témoigne du fait que l'arde

[269]Ce résultat est compatible avec celui de Fried et Gaudry (1988) et n'est pas en contradiction avec ce de Cette (1983) qui souligne que les secteurs ayant accru leurs placements sont ceux qui ont eu peu débouchés.

Ch. U. Dauphine

des entreprises à placer leurs excédents en valeurs mobilières de placement dépend dans une moindre mesure de leurs niveaux d'encaisse minimum.

Tableau 5.6 : Taux de trésorerie par rapport à l'actif total par secteur

Année (%)	1988*	1989 (ns)	1990*	1991*	1992*
U02 : Industries agricoles et alimentaires	6	5.74	6.04	5.96	6.02
dont Groupe 1 (VMP=0)	4.12	3.87	3.89	3.52	3.55
Groupe 2 (VMP > 0)	10.03	10.09	10.85	11.23	11.03
U04 : Industrie des biens intermédiaires	5.52	5.89	6.08	6.30	6.39
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.45	3.45	3.24	3.15	2.98
Groupe 2 (VMP > 0)	10.14	11.04	11.84	12.08	12.40
U06 : Industrie des biens de consommation courante	6.23	6.10	6.17	6.22	6.49
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.81	3.52	3.47	3.38	3.27
Groupe 2 (VMP > 0)	11.56	11.58	11.86	12.05	12.50
U05A : Industrie des biens d'équipement professionnels	6.67	6.83	6.92	7.03	7.09
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.62	3.61	3.68	3.41	3.36
Groupe 2 (VMP > 0)	12.56	12.78	12.66	13.36	13.26
U05B : Industrie des biens d'équipement ménagers	5.34	5.69	5.73	5.38	5.82
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.82	3.52	3.49	3.03	2.79
Groupe 2 (VMP > 0)	8.82	10.31	10.34	10.28	13.71
U05C : Construction de véhicules automobiles	6.43	5.93	5.71	5.39	5.44
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.94	3.89	3.05	2.57	2.43
Groupe 2 (VMP > 0)	11.96	10.63	11.84	12.35	12.26
Ensemble-	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994)
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les secteurs.
(ns) Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre les secteurs.

On pourrait de toutes les façons être tenté de soutenir l'hypothèse selon laquelle les secteurs sont en train de converger vers un comportement semblable en matière de trésorerie. Or, il n'en est rien, à cause de nombreux "bruits" dus à l'hétérogénéité de l'échantillon. Les nombreux travaux sur le crédit interentreprises ont bien montré que chaque secteur a ses propres besoins de trésorerie lorsqu'il s'agit de procéder à des ajustements financiers *ex-post*. Quel que soit le secteur, il convient de dire que les entreprises ayant des valeurs mobilières de placement sont moins risquées que leurs concurrentes parce qu'elles sont plus favorisées par le crédit commercial du fait de leur trésorerie nette positive.

5.2.3. Analyse de l'effet taille

Même si elle semble plus vraisemblable, la présomption de l'existence d'un effet taille est aussi difficile à commenter. Comme cela a été indiqué dans la première partie de cette thèse, la relation concernant le comportement de financement et de placement entre grandes entreprises et petites entreprises[270] est tantôt positive (Gupta 1969, Issoulie et Thomas-Rubine 1987, Davidson et Dutia 1991), tantôt négative (Moss et Stine 1989) . D'après le tableau 5.7, le taux de trésorerie des petites entreprises a augmenté de 6.13% à 6.57% alors que celui des grandes entreprises a diminué de 4.21% à 3.70%. A comportement de détention donné, les grandes entreprises ont des écarts de taux de trésorerie avec les petites qui sont d'autant plus élevés que celles-ci détiennent des valeurs mobilières de placement.

Le contexte économique et social et, les nouvelles règles du jeu dans les relations entre les entreprises et le système financier poussent ainsi les petites structures à s'imprégner d'une philosophie financière plus agressive. Les quelques privilèges restant l'apanage des grandes entreprises tels que le recours à des lignes de crédits confirmées et l'accès direct aux marchés financiers peuvent précisément expliquer la forte dispersion de leurs niveaux de trésorerie, très faibles pour certaines et considérables pour d'autres. Il apparaît que l'effet taille[271] est négativement significatif sur l'ensemble de la période d'étude. *On aurait pu penser que l'activité financière était réservée à des entreprises d'une taille suffisante pour pouvoir disposer d'un service spécialisé en ce domaine, mais cela n'est pas le cas : les PME ont un comportement semblable de développement financier à partir de 1983. C'est là un des signes positifs du développement des nouveaux instruments financiers et des mesures prises pour les rendre plus accessibles*

[270] Les grandes entreprises ont des effectifs supérieurs à 1000 salariés. Les PME-PMI ont des effectifs inférieurs à 1000 salariés.

[271] La taille des entreprises mesurée tant par le chiffre d'affaires que par le nombre de salariés conduit aux mêmes conclusions car les placements concernent toutes les catégories de firmes (Bardos et Lefilliatre 1994).

(Epaulard et Szpiro 1991). En d'autres termes, les grandes entreprises ont moins besoin de détenir des liquidités que les petites entreprises car elles sont moins contraintes par la liquidité. Si les PME-PMI sont plus endettées que les grandes entreprises (Paranque 1994a, Gupta 1669) alors on est en raison de penser que leurs plus fortes liquidités témoignent d'une volonté d'abaisser par compensation leurs niveaux de risques plus élevés (Bardos 1990). Le rapport de près de 1 pour 2 entre les deux classes de taille illustre une contrainte de liquidité plus forte pesant sur les PME-PMI. La trésorerie peut jouer dans ce cas un rôle d'atténuation des risques d'illiquidité ou alors être un facteur de dynamisme permettant de saisir des opportunités d'investissement sans dépendre du processus, parfois long, d'instruction d'une demande de prêt d'équipement.

Tableau 5.7 : Taux de trésorerie par rapport à l'actif total en fonction de la taille

Année	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
PME-PMI	6.13	6.18	6.32	6.43	6.57
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.75	3.60	3.51	3.34	3.24
Groupe 2 (VMP > 0)	11.35	11.67	12.12	12.49	12.69
Grandes Entreprises	4.21	4.03	4.14	3.67	3.70
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.10	2.35	2.10	1.87	1.73
Groupe 2 (VMP > 0)	6.66	6.11	6.56	5.87	6.24
Ensemble-	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994)
PME-PMI : effectifs<1000 salariés ; GE : effectifs>1000 salariés ; rapport de près de 1 pour 31 entre les deux.
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les tailles.
(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les tailles.

5.2.4. Rôle de la croissance

Le rapprochement de la typologie du placement avec les modalités de la croissance (croissance ou décroissance) permet de relativiser la nature des performances accomplies eu égard à l'environnement macro-économique. Ce point de contrôle permet entre autres de saisir le cas échéant les contraintes internes dues à la position des dirigeants par rapport aux autres participants et aux modifications structurelles qui peuvent surgir. Plus généralement, il traduit le dynamisme des firmes de l'échantillon. A

comportement de détention de valeurs mobilières de placement donné (tableau 5.8), les entreprises en croissance ont des taux de trésorerie largement supérieurs aux autres firmes. La croissance prédit en effet des besoins de liquidités importants. Elle porte ici l'empreinte d'un accroissement de la trésorerie excédentaire qui va au delà de la simple satisfaction des besoins de liquidités pour l'adéquation des recettes aux dépenses.

Tableau 5.8 : Taux de trésorerie par rapport à l'actif total en fonction de la modalité de croissance

Année	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
F1 : forte croissance et VMP=0	3.86	3.65	3.66	3.49	3.46
F2 : forte croissance et VMP>0	11.56	11.69	12.45	12.53	12.85
F3 : faible croissance et VMP=	3.54	3.47	3.24	3.13	3.
F4 : faible croissance et VMP>	10.67	11.14	11.14	11.96	12.19
Ensemble-	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% (entre les groupes F1 et F2, entre les groupes F3 et F4 et entre tous les groupes).

En tout état de cause, le taux de croissance de l'activité est quasiment similaire entre les différents profils de détention de trésorerie[272]. Ces chiffres ambigus vont à l'encontre des principaux résultats obtenus dans la littérature économique. Par exemple, les travaux de Gupta (1969) prédisent une relation négative entre le taux de croissance mesuré par la variation du chiffre d'affaires et le taux de trésorerie. On peut interpréter ce retournement de la relation par le fait que la conjoncture économique conduit les entreprises à réaliser des taux de croissance de plus en plus faibles. De ce fait, lorsque les taux de croissance au niveau de l'économie sont faibles, la probabilité pour que la contrainte de liquidité soit liée au taux de croissance est également faible. Ceci explique que les firmes ont une meilleure maîtrise de leur croissance de sorte que les crises de

[272]Tableau de l'évolution du taux de Variation de la valeur ajoutée (Var. VA N / VA CDB N-1)

Année (%)	1988*	1989*	1990 (ns)	1991 (ns)	1992 (ns)
Groupe 1 (VMP=0)	10.32	10.64	9.14	4.50	2.11
Groupe 2 (VMP > 0)	10.74	11.67	9.37	4.29	2.28

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes
(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les deux groupes excepté si on utilise la typologie en fonction de la modalité de croissance

liquidités sont de moins en moins importantes. Mais, la décomposition de l'échantillon en fonction de la croissance ne permet pas d'analyser le pouvoir discrétionnaire des dirigeants qui devrait plus s'exercer dans des entreprises de croissance.

5.3. Différence de performances financières

Les résultats ci-joints, mettent en évidence la spécificité de la fonction de trésorerie qui se traduit dans certaines firmes par son impact favorable sur les activités globales. On montre ainsi que l'adoption d'une politique de placement financier à court terme nécessite au préalable l'assurance d'une aisance de trésorerie et la mise en œuvre d'une démarche stratégique particulière. De ce fait, plus le volume de trésorerie est important, moins l'entreprise a besoin de recourir aux concours bancaires courants et plus elle dispose d'un volant de liquidités qu'elle peut se faire rémunérer. Le rejet de l'hypothèse nulle signifie que les entreprises ayant des valeurs mobilières de placement ont de meilleures performances financières que leurs homologues. Le fait pour elles de détenir une masse importante de trésorerie les conduit à avoir des comportements efficaces.

5.3.1. Analyse des liaisons entre trésorerie et performances financières

Le tableau 5.9 met en évidence les corrélations entre les indicateurs financiers observés ci-dessus et le taux de trésorerie et ce, pour l'échantillon total ainsi que pour les différentes classes de chacune des deux typologies de base. Elles indiquent globalement la manière dont les performances financières peuvent conduire les entreprises à adopter un comportement donné en matière de trésorerie. Dans l'ensemble, il existe une corrélation positive entre le taux de trésorerie et la rentabilité économique, une corrélation positive entre le taux de trésorerie et le taux d'autofinancement et une corrélation négative entre le taux de trésorerie et les ratios d'équilibre financier (poids

des intérêts, taux d'endettement et poids du besoin en fonds de roulement). A l'exception du ratio d'équipement par salarié et du taux d'investissement, quelle que soit la typologie des entreprises, la force des liaisons entre le taux de trésorerie et les autres variables financières a tendance à s'affaiblir au cours de la période étudiée.

Tableau 5.9 : Corrélation de rang entre le taux de trésorerie et différents ratios financiers

Ratios (%)	R12*	R6*	R7*	R8*	R9*	R10*	R11*
Ensemble 1988	0.22	-0.32	-0.26	0.13	-0.19	-0.04	-0.05
1992	0.19	-0.32	-0.28	0.14	-0.16	-0.04	-0.06
VMP = 0 1988	0.15	-0.20	-0.15	0.07	-0.14	-0.03	-0.05
1992	0.12	-0.17	-0.14	0.05	-0.09	-0.04	-0.07
VMP >0 1988	0.29	-0.39	-0.32	0.15	-0.25	-0.08	-0.12
1992	0.26	-0.38	-0.31	0.15	-0.21	-0.09	-0.11

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Coefficients statistiquement significatifs au seuil de 5% entre les groupes.
N.B : les coefficients de corrélation de Kendall sont calculés pour la typologie de placement.

5.3.2. Performances des entreprises suivant leur politique de placement à court terme

Hypothèse H11 : La rentabilité brute globale est largement plus élevée dans les entreprises qui font du placement que dans les autres (tableau 5.10) compte tenu d'une tendance générale à la baisse. Après une légère pointe en 1989, l'efficacité des entreprises industrielles dans la mise en œuvre de leurs capitaux engagés (R5) ainsi que la rentabilité du capital d'exploitation (R12)[273] s'est peu à peu détériorée suite à la période de récession. Mais ce mouvement reste atténué pour les firmes détenant des valeurs mobilières de placement. L'hypothèse H11 est rejetée.

Tableau 5.10 : Evolution du taux de rentabilité brute globale

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	17.62	17.70	17.34	15.64	13.97
Groupe 2 (VMP > 0)	20.53	21.10	21.09	19.51	17.20

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

[273] Excédent brut d'exploitation CDB / capital d'exploitation moyen

Hypothèse H12 : Le poids des intérêts (R6) augmente depuis 1988 à un rythme plus rapide pour les entreprises à valeurs mobilières de placement (tableau 5.11). Ceci est compatible avec le rôle de la trésorerie comme facteur de dynamisme dont la finalité est de réduire le risque d'illiquidité. Ce risque mesuré par la fonction score de la Banque de France montre aussi que les entreprises détenant des valeurs mobilières de placement sont nettement moins risquées car elles sont plus souvent classées parmi les entreprises à score favorable (tableau 5.17). L'hypothèse H12 est rejetée.

Tableau 5.11 : Evolution du poids des intérêts

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	47.42	48.11	50.68	57.42	64.13
Groupe 2 (VMP > 0)	31.39	30.01	30.27	33.66	40.36

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Hypothèse H13 : Les taux d'endettement des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement sont toujours inférieurs à celui des autres entreprises. Après une période de désendettement amorcée au début des années 80, le taux d'endettement (R7) des entreprises remonte en 1989 avant de baisser à nouveau à partir de 1990 (tableau 5.12). Pendant ce temps, la part des crédits bancaires courants a énormément baissé par rapport aux emprunts bancaires. Ces deux phénomènes sont plus amplifiés chez les entreprises du deuxième groupe. L'hypothèse H13 est rejetée.

Tableau 5.12 : Evolution du taux d'endettement

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	89.60	94.93	88.44	86.84	82.31
Groupe 2 (VMP > 0)	50.10	53.28	49.10	49.08	47.99

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Hypothèse H14 : Le taux d'autofinancement (R8) est aussi un élément déterminant de la différentiation des entreprises suivant leur comportement de placement (tableau 5.13). Grosso modo, son niveau élevé chez les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement a ainsi autorisé à la fois une modération de la fluctuation de

leurs dettes financières et une hausse de leurs taux de trésorerie. Dans ce cas, on observe comme l'enseigne la théorie de la préférence des sources de financement (Myers 1984) que les entreprises les plus rentables sont les moins risquées[274]. Ce qui pourrait laisser croire que la détention de trésorerie est une sorte de désendettement implicite. Est-ce à dire que la trésorerie représente pour ces firmes une contrepartie de la dette ? L'argumentation sur la trésorerie en tant que collatéral est beaucoup plus difficile à défendre même si on ne voit pas comment on pourrait expliquer autrement la coexistence entre une trésorerie importante par rapport à un endettement financier moindre. L'hypothèse H14 est rejetée.

Tableau 5.13 : Evolution du taux d'autofinancement

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	34.29	36.12	35.11	28.47	19.17
Groupe 2 (VMP > 0)	57.32	62.95	64.92	64.54	58.12

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Hypothèse H15 : Les entreprises qui bénéficient du poids des besoins en fonds de roulement sur le volume d'affaires (R9) les moins importants sont en effet les mêmes qui détiennent des valeurs mobilières de placement (tableau 5.14). Ce n'est donc pas un hasard s'il apparaît que ces entreprises sont disposées à détenir de la trésorerie pour un motif autre que celui d'ajuster le cycle de financement. En effet, au dessus d'un certain seuil de détention de trésorerie que Fried et Gaudry (1987) nomment l'"encaisse-outil", l'entreprise trouve intérêt à valoriser ses encaisses pour éviter de supporter un coût de détention trop élevé ; ceci a pour conséquence de se traduire par un impact favorable sur ses activités globales. Le niveau de vulnérabilité plus faible pour ce type d'entreprise en excès de trésorerie s'explique par la volonté d'indépendance affichée par ses dirigeants vis-à-vis des créanciers et des banquiers. Les travaux sur la théorie de l'agence montrent

[274] Il ne faut pas ignorer dans cette situation l'effet taille de l'endettement et des contraintes qui en résultent.

en effet que les dirigeants sont incités à minimiser le risque de faillite de leurs firmes car leurs maintiens à ce poste en dépend. Le niveau élevé de trésorerie pour les entreprises à placement encourage leurs dirigeants à consolider leurs position dans l'entreprise. Par ailleurs, on peut se demander si ce comportement a une contrepartie défavorable aux intérêts de la firme. En tout état de cause les résultats semblent montrer que la stratégie de détention de valeurs mobilières de placement est une stratégie volontariste qui se trouve être en définitive "gagnante". Si tel est le cas, cela supposerait l'existence de coûts faibles d'agence en ce sens que les dirigeants ne se contenteraient pas de détourner la richesse de l'entreprise à leur propre avantage mais au contraire abonderaient dans le sens des actionnaires. L'hypothèse H15 est rejetée.

Tableau 5.14 : Evolution du poids des BFR

Année (J)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	73.37	72.30	72.35	74.21	75.30
Groupe 2 (VMP > 0)	64.84	62.36	62.13	62.66	64.21

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Pour les entreprises du groupe 2 (VMP>0), la trésorerie ne joue plus un rôle d'ajustement. En tant qu'élément de la stratégie financière, elle devient peu à peu une arme de défense contre les aléas et un argument d'attaque pour saisir des opportunités ; l'endettement caractérisant le risque d'insolvabilité est biaisé.

Au total, l'hypothèse H1 est rejetée ; il existe une différence statistiquement significative entre les groupes de comportement en matière de trésorerie définis. L'insertion du facteur croissance accentue les résultats obtenus ci-dessus avec toutefois une polarisation sur les entreprises en croissance. Cette conclusion mérite enfin d'être nuancée car il existe des situations atypiques.

5.3.3. Non pertinence du phénomène d'éviction de la sphère réelle par la sphère financière

La question de l'éviction de la sphère réelle par la sphère financière a déjà été posée dans la première partie de cette thèse et avait conduit à la conclusion que les entreprises industrielles n'ont pas vocation à investir dans des actifs financiers aux dépens des actifs productifs. En nuançant ce propos, on peut admettre que, même si le phénomène inverse est observé à un moment donné, l'équilibre ramènerait à une situation d'absence d'éviction à moyen et long terme. Les données de cette étude permettent de vérifier ce postulat de non arbitrage. Les entreprises des deux groupes peuvent effectivement avoir des caractéristiques financières différentes mais elles ont en réalité des taux d'investissement (R10) tout à fait comparables (voir tableau 5.15). La finalité industrielle de l'entreprise demeure toujours la règle même si le manque de débouchés et le niveau tolérable de la dette ont autorisé l'accroissement de la trésorerie au cours des années précédentes. L'intensité capitalistique (R11), quant à elle, plaide en faveur d'une différence de taux favorable aux entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement (voir tableau 5.16). Comme celles-ci sont plus performantes, elles doivent tout naturellement présenter des équipements productifs plus modernes et une productivité du travail plus importante.

Tableau 5.15 : Evolution du taux d'investissement productif

Année (%)	1988 (ns)	1989 (ns)	1990 (ns)	1991*	1992 (ns)
Groupe 1 (VMP=0)	14.40	15.13	15.77	14.78	13.38
Groupe 2 (VMP > 0)	13.92	14.75	14.88	13.89	12.95

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.
(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Tableau 5.16 : Evolution du taux d'équipement par salarié

Année (KF)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	189.47	203.15	219.78	240.72	245.52
Groupe 2 (VMP > 0)	214.46	226.49	238.52	259.46	276.97

Source et réalisation : Banque de France - (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

En tant qu'élément de la stratégie financière, la trésorerie constitue un moyen de défense contre les aléas et une arme d'attaque pour saisir des opportunités. On obtient une faible corrélation entre le taux d'investissement et le taux de trésorerie tant pour celles qui détiennent des valeurs mobilières de placement que les autres (tableau 5.9). Le lien entre la trésorerie et l'investissement, s'il existe, n'est pas direct et ne peut être apprécié par une simple partition de la population des entreprises entre des groupes caractérisés par des comportements différents en matière de détention de trésorerie.

Ce résultat corrobore une récente étude comparative de quelques travaux sur des données des Centrales de Bilans en France (Bardos 1993, p.169) : *ainsi dans la plupart des cas, il n'y a pas effet d'éviction des investissements financiers sur les investissements productifs : beaucoup d'entreprises développent leurs équipements productifs sans faire de croissance externe, ni chercher à détenir des valeurs mobilières de placement ; d'autres firmes, peu nombreuses, souvent de très grandes taille, acquièrent simultanément des équipements productifs et des titres de participations, mais peu de valeurs mobilières de placement, elles embauchent et accroissent leur activité.*

5.3.4. Profils atypiques d'entreprises ayant des valeurs mobilières de placement

Les conclusions auxquelles on a abouti dans les sous-sections précédentes doivent prendre en compte l'existence d'entreprises ayant des comportements atypiques s'agissant du lien trésorerie-performances financières (tableau 5.17).

Contrairement à ce qu'on pourrait penser, en situation favorable et d'options de croissance, les entreprises ne sont pas forcément conduites à constituer un volume d'excédent de trésorerie dès lors que le seuil optimal de détention d'encaisse est

atteint[275]. En effet, on a montré qu'un comportement excédentaire entraîne en présence de valeurs mobilières de placement, un avantage économique à l'entreprise qui en détient. Or, il est des entreprises qui n'optent jamais pour un comportement de type excédentaire. C'est le cas d'une certaine population de grandes entreprises. Il s'agit d'entreprises qui sont autorisées à accéder aux marchés financiers et qui sont repérées dans l'échantillon par le fait d'émettre des billets de trésorerie. Ces entreprises ne sont pas de bonnes candidates à la détention massive de trésorerie mais elles ne sont pas moins contraintes par la liquidité tant pour assurer leurs engagements que pour saisir des opportunités d'investissement rentables. En réalité, elles peuvent accéder à tout moment au financement dont elles ont besoin notamment en mobilisant des lignes de crédits ou en ayant recours à des instruments de trésorerie de toutes sortes[276]. La flexibilité financière qui en découle est plus importante pour celles qui font du placement à court terme. Cependant tout porte à croire que cette stratégie a un coût puisque celles-ci ne bénéficient pas de performances financières meilleures. Elles réalisent de faibles rentabilités de leurs actifs avec un service de la dette semble t-il très important si on les compare aux entreprises en bonne santé (ou à score favorable) et un crédit interentreprises défavorable[277].

Le groupe des entreprises à score défavorable ayant des valeurs mobilières de placement, est un des cas extrêmes où la mise en place d'une politique de placement est sans effet positif sur la situation financière de la firme.

[275]Dans la littérature économique, le seuil optimal de détention d'encaisse est atteint lorsqu'il y a compensation entre l'ensemble des avantages et la série des coûts inhérents à la détention. Plus concrètement, c'est le niveau de trésorerie qui permet de faire face à tous les engagements au moindre coût. Par ailleurs, le niveau de liquidité optimal peut être celui qui satisfait les besoins de transaction de la firme en minimisant les coûts d'agence entre les partie prenantes.

[276]Il s'agit de la trésorerie potentielle non observable au vue des données comptables proprement dites.

[277]Ces entreprises sont largement plus capitalistiques que l'ensemble de la population. Elles ont les taux d'investissement (entre 17 et 18%) et le montant des équipements par salarié (entre 300 et 500 KF) les plus importants

Tableau 5.17 : Caractéristiques de la situation financière des entreprises

Type d'entreprise	Effectifs	Taux de trésorerie	Taux de rentabilité	Poids des frais financiers	Taux d'endettement	Taux d'autofinancement	Poids des BFR
Groupe 1 (VMP=0) à billets de trésorerie	93	1.85	13.15	59.72	72.59	28.74	108.59
Groupe 2 (VMP>0) à billets de trésorerie	65	4.66	11.42	52.53	58.72	51.13	86.57
Entreprises à billets de trésorerie	158	3.01	12.44	56.76	66.88	37.95	99.53
Groupe 1 (VMP=0)à score favorable	30093	3.94	18.62	27.06	71.02	55.93	72.38
Groupe 2 (VMP>0) à score favorable	18047	12.74	21.35	16.81	43.37	76.60	61.62
Groupe 1 (VMP=0) à score défavorable	7685	2.06	7.36	163.69	141.63	-64.05	78.03
Groupe 2 (VMP>0) à score défavorable	1 883	6.60	6.10	188.56	91.83	-65.03	79.14
Groupe 1 (VMP=0) à score intermédiaire	3421	2.20	17.26	50.35	120.57	18.74	73.52
Groupe 2 (VMP>0) à score intermédiaire	757	5.15	16.14	57.03	98.16	20.33	71.20
Groupe 1 (VMP=0) à trésorerie nette négative	29813	1.78	15.01	61.69	105.07	20.58	81.56
Groupe 2 (VMP>0) à trésorerie nette négative	6147	2.83	14.40	58.83	91.27	26.25	88.44
Groupe 1 (VMP=0) à trésorerie nette positive	11386	7.79	20.07	33.19	44.43	56.32	52.49
Groupe 2 (VMP>0) à trésorerie nette positive	14540	15.74	22.05	22.79	32.25	76.61	52.55
Groupe 1 (VMP=0)	41 199	3.45	16.41	53.77	88.31	30.46	73.53
Groupe 2 (VMP>0)	20 687	11.90	19.78	33.43	49.79	61.65	63.22
Ensemble-	61 886	6.27	17.53	46.95	75.43	40.88	70.08

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994)
Tous les ratios sont des moyennes sur 5 ans (entre 1988 et 1992).

Ces entreprises semblent développer un comportement de détention contraire à la règle de l'art : l'acquisition de valeurs mobilières de placement implique d'avoir atteint au préalable un seuil optimal d'encaisse. Ceci montre qu'une firme qui est en mauvaise santé ne pourra pas se refaire une santé grâce à la mise en œuvre d'une politique de placement financier à court terme. La base de réussite de toute entreprise réside donc dans la maîtrise de son métier ; c'est ensuite que d'autres facteurs d'accentuation tels que la stratégie de détention de valeurs mobilières de placement peuvent lui permettre d'assurer la pérennité ou non de son potentiel originel.

Le croisement de la typologie du placement avec le niveau de trésorerie nette permet de mettre en évidence d'autres cas d'entreprises qui se font remarquer par leurs comportements mimétiques. La politique de placement financier est dans l'ère du temps. Il se peut que certaines entreprises par l'intermédiaire de leurs dirigeants se lancent dans cette politique alors même que leurs situations ne leur permettent pas. Les entreprises qui ont une trésorerie nette négative sont celles dont la politique de trésorerie relève de pratiques d'ajustement. On voit mal pour quels motifs elles détiendraient des valeurs mobilières de placement puisque cela signifie que les montants des actifs ainsi constitués se feraient en contrepartie de crédits bancaires à court terme. Ceci est absurde pour une gestion rationnelle des liquidités.

5.3.5. Endettement financier net et analyse de comportements réels

Dans un contexte de développement du rôle de la fonction de trésorerie dans les entreprises industrielles françaises, le maintien d'une trésorerie importante est de nature à remettre en cause l'appréciation classique des besoins de financement de l'entreprise au

niveau individuel[278]. Sur le plan méso-économique, l'endettement caractérisant le risque d'insolvabilité des firmes détenant un niveau de trésorerie élevé est biaisé[279]. Celles-ci cherchent à neutraliser leurs frais financiers par des produits de même nature[280]. Une analyse des firmes à partir du taux d'endettement net [281] permet d'observer qu'elles ont globalement un endettement réel plus faible.(tableau 5.18) :

- de plus de 12 points par rapport au taux d'endettement brut pour les firmes n'ayant pas des valeurs mobilières de placement ,
- de plus de 25 points par rapport au taux d'endettement brut pour les firmes ayant des valeurs mobilières de placement.

Ces dernières devraient inspirer une plus grande confiance à leurs créanciers qui considèrent les titres de placement comme de véritables garanties car en cas de réalisation d'un risque, celles-ci peuvent leur permettre dans un délai très court d'assurer leurs engagements[282]. Ceci doit être nuancé en fonction du recul de l'endettement, de la modification de la structure de l'endettement, de l'évolution des relations entre les entreprises et les banques et de l'appartenance ou non à un groupe. En tout état de cause, une analyse de l'échantillon montre que plus de 15% des entreprises ont un taux d'endettement net négatif.

Tableau 5.18 : Evolution du taux d'endettement net[1]

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	80.99	82.45	81.72	79.20	74.69
Groupe 2 (VMP > 0)	30.28	29.79	26.73	24.48	21.35

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.
1 (Endettement financier - trésorerie) / (total actif - trésorerie).

278 Voir chapitre 4.
279 Cette observation doit être nuancée en fonction du recul de l'endettement, de la modification de la structure de l'endettement et de l'évolution des relations entre les entreprises et les banques.
280 Voir : Bardos et Lefilliatre (1994).
281 Le taux d'endettement net est défini comme le rapport entre l'endettement net et l'actif total net.
282 Voir Cœurderoy et Koulayom (1996a, 1996b).

Tableau 5.19 : Evolution du poids des intérêts nets[1]

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	29.92	30.80	31.26	33.61	34.09
Groupe 2 (VMP > 0)	15.15	13.11	13.97	14.43	14.18

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994)
* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.
[1] (Frais financiers - produits financiers) / (Excédent brut d'exploitation).

L'objectif qui consiste à atteindre un endettement financier net nul n'est pas vraiment la panacée puisque le poids des frais financiers nets reste cependant important sur l'ensemble des entreprises (tableau 5.19)[283].

Excepté les ratios d'endettement net et de frais financiers nets, il ne paraît pas utile de développer d'autres indicateurs financiers comme la rentabilité nette de trésorerie ou coût moyen apparent de la dette qui n'apporte pas d'informations supplémentaires par rapport aux tendances que l'économiste cherche à mettre en évidence. Au vu de l'annexe 2, on constate que l'application de la méthodologie d'analyse financière dont on a présenté les tenants et les aboutissants dans le quatrième chapitre ne modifie pas la hiérarchie que l'on peut établir avec le modèle classique d'analyse des performances. En fin de compte, le taux d'endettement net constitue une bonne synthèse de la politique financière des firmes en ce qui concerne à la fois le financement et le placement.

[283] L'endettement financier net nul signifie pour certains "ne pas avoir de frais financiers à payer en minimisant le risque financier". Cela est contraire à l'existence d'un risque de transformation persistant dans les entreprises.

* *
*

Ce cinquième chapitre a permis de préciser, au travers de la typologie du placement non exclusive, la notion de détention de trésorerie significative, de montrer la manière dont les performances financières peuvent conduire à un comportement typique de détention de trésorerie. Mais les limites des outils et des méthodes utilisés dans cette étude rendent nécessaires des recherches ultérieures.

Après avoir formalisé la notion de détention de trésorerie significative, on est parti d'une typologie qui distingue les entreprises en fonction du fait qu'elles placent ou non une partie de leur trésorerie. On peut conclure par la suite que les entreprises qui ont un faible taux de trésorerie sont celles qui n'ont pas de valeurs mobilières de placement et qui possèdent les taux de trésorerie constitués pour le motif d'ajustement. De même, plus les taux de trésorerie sont élevés, plus les entreprises ressentent un besoin de gérer plus efficacement leurs liquidités en recomposant leurs portefeuilles d'actifs de trésorerie en faveur des titres de placement. Ce penchant, qui touche les entreprises de manière indépendante, est favorisé par les aléas de l'environnement (qui rendent le risque industriel de plus en plus élevé,...), par la souplesse des instruments de trésorerie (risque faible, bonne liquidité, rentabilité intéressante, multiplicité des produits,...), par la modernisation de la fonction de trésorerie (centre de profit, disparition de la frontière entre le court terme et le long terme, trésorier de 3ème génération,...) et par l'avènement des technologies informatique et télématique (bureautique en temps réel, globalisation des marchés financiers,...). La détention d'un stock de trésorerie important n'est ni le fait des grandes entreprises, ni un exploit imputable à certains secteurs de l'industrie. Il va sans dire que, malgré une influence de la conjoncture économique sur le niveau du taux de trésorerie, les statistiques montrent que les entreprises industrielles françaises ont

atteint des niveaux de trésorerie structurellement élevés bien avant 1988. *Au bout du compte, les différences de trésorerie sont davantage liées à un ensemble de combinaisons de critères tels que l'organisation de la fonction de trésorerie, les relations banques-entreprises et l'accès aux marchés financiers qu'uniquement à la taille ou au secteur.*

En fin de compte, les entreprises industrielles performantes se distinguent des autres entreprises par des performances financières plus intéressantes, même si leurs politiques d'investissements sont quasiment similaires à ceux des autres sociétés. La dégradation de la situation économique a en effet touché différemment les entreprises. Il est très difficile d'entériner le sens de la causalité de la liaison entre les performances financières et la trésorerie. Tout au plus, on dira qu'un stock de trésorerie élevé se traduit *ex-ante* par de meilleures performances financières. La détention de trésorerie est une stratégie qui se traduit par un souci d'efficacité de la structure productive et de minimisation des risques financiers. Ce résultat s'oppose à la relation fondamentale de trésorerie qui est vérifiée lorsque le niveau de la trésorerie est négatif[284]. Ceci est d'autant plus vrai aujourd'hui que les entreprises qui détiennent de plus en plus d'excédents de trésorerie sont celles qui ne subissent pas d'influences directes de l'évolution de la variation des besoins en fonds de roulement. Cependant, on ne peut pas en déduire que la différence de performances financières entre les différents groupes de comportement représente le rendement implicite du placement. Celui-ci peut se justifier non pas par l'écart explicite entre la politique de trésorerie et le coût du capital économique mais par la prise en considération d'éléments quantitatifs et qualitatifs.

[284]Autrement dit, lorsque l'entreprise ne se constitue pas de la trésorerie pour ajuster les effets de sa politique financière, elle l'utilise pour en altérer le processus ; la trésorerie excédentaire est, dans ce cas, une variable fixée de manière stratégique.

En outre, la nature et les différentes conceptions de la trésorerie n'ont pas été discutées dans ce chapitre. Partant de là, on peut dire que les relations financières intra-groupe, en particulier la tendance à la centralisation de la trésorerie peut perturber le diagnostic financier de chaque entité du groupe. En premier lieu, une bonne appréciation de ces biais consisterait à estimer une trésorerie qui intègre le cas échéant des immobilisations financières voire le solde du poste groupe et associés dans "autres créances". En second lieu, le fait de ne pas utiliser de données consolidées, ni de prendre en compte les liens financiers amoindrit la solidité de nos résultats. Pour mieux comprendre l'évolution parallèle du taux de trésorerie et des performances financières, il faut étudier les trajectoires d'entreprises sur une période assez longue. Ces résultats empiriques ne disent pas non plus si la modification de comportement en matière de trésorerie consécutive à la réalisation de bonnes performances financières conduit ultérieurement à la correction d'indicateurs financiers suivant un processus de rattrapage. Le phénomène groupe et les opérations de fusion et acquisition peuvent avoir un intérêt au sein de cette dialectique trésorerie-performances financières.

Au terme de ce chapitre, il apparaît que la détention d'une trésorerie substantielle est le gage d'une performance financière plus ou moins maîtrisée animée par un souci de minimisation du risque financier. Mais les chiffres ne permettent pas de confirmer la persistance de la contrainte de liquidité. Ils ne permettent pas non plus de valider l'hypothèse selon laquelle la relation entre la trésorerie et la gestion des sources de financement conduit à considérer la trésorerie comme une sorte de garantie ou de "collatéral".

Chapitre 6 : Trésorerie, investissement et développement

Toutes choses égales par ailleurs, les résultats obtenus dans le cinquième chapitre montrent d'ores et déjà que les entreprises qui ont un excès de trésorerie mesuré par la détention de valeurs mobilières de placement ont de meilleures performances financières que leurs homologues[285]. A contre courant de la pensée classique, la trésorerie est une variable d'action qui a un rôle important à jouer dans le concert des théories de l'entreprise circonscrites autour de l'objectif de maximisation de la valeur (Morris 1982). Cette conception théorique mérite une attention particulière dans le contexte actuel. En effet, la mutation financière et la crise économique ont conduit à accroître l'incertitude qui est aujourd'hui synonyme de contrainte de liquidité. Force est de constater que les entreprises travaillent souvent avec des budgets d'investissement très serrés pendant certaines périodes. Mais, elles fonctionnent parfois avec des ressources financières importantes issues d'une accumulation de trésorerie notamment lorsqu'elles émettent des anticipations.

Les premiers travaux sur l'investissement ont établi que le cash-flow autant que les autres types de financement n'ont pas leur place dans une fonction d'investissement[286]. Plusieurs travaux comme ceux de Myers et Majluf (1984), ont montré qu'en situation d'asymétrie d'information, une firme peut ne pas vouloir investir dans des projets rentables. Myers et Majluf (1984) et, Myers (1984) concluent alors que la firme devrait avoir une préférence plutôt portée vers les sources de financement interne, c'est-à-dire l'autofinancement ; c'est seulement dans un second temps qu'elle optera pour un financement par dette et enfin par augmentation de capital. Dans cette perspective, Fazzari et Athey (1987) montrent à l'inverse des théories classiques de l'investissement,

[285] Voir aussi : Fried et Gaudry (1987), Koulayom (1996a, 1996b).
[286] Voir : Jorgensen (1971).

que les variables financières ont une influence sur les dépenses d'investissement. En outre, Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991) soutiennent que les investissements peuvent être financés par la trésorerie accumulée et par le flux de trésorerie disponible. L'existence d'une trésorerie excédentaire apparaît ainsi à la firme comme une réponse pour lever une partie de la contrainte de liquidité qui pèse sur elle. Dans une autre lignée de recherche, des travaux portant sur la thèse du "free cash flow" de Jensen (1986), expliquent le lien entre le cash-flow et l'investissement par l'existence de relations d'agence entre les participants à la firme (Strong et Meyer 1990, Oliner et Rudebush 1992, Carpenter 1993). En fin de compte, une entreprise qui dispose d'une trésorerie substantielle financera tous les projets à valeur actuelle nette positive, qu'elle ait ou non une contrainte de liquidité. L'objet du développement qui suit est de fournir l'évidence selon laquelle la trésorerie est une variable explicative des dépenses d'investissement. Dans cette vision des choses, la trésorerie est, là encore, vue comme un véritable élément de la stratégie financière d'une entreprise puisqu'elle permet d'élaborer une politique globale de développement[287]. Avant d'analyser les résultats obtenus à l'aide d'un modèle de régression, on formule l'hypothèse à tester dans le cadre d'une méthodologie de recherche donnée. On réalise ensuite une analyse descriptive de profils de développement d'entreprises classées en fonction du caractère excédentaire de leur trésorerie. On procède enfin à une évaluation plus élaborée de la relation entre la trésorerie et l'investissement. Cette recherche est effectuée en utilisant les données de 9169 entreprises industrielles adhérentes à la Centrale de Bilans de la Banque de France sur la période 1990-1994.

[287]La situation économique que connaissent aujourd'hui les entreprises donne une importance à la notion de développement dans la mesure où elle est devenue une condition importante de leur survie. On définit le développement comme l'ensemble des moyens à mettre en œuvre pour améliorer la situation d'une firme. Il s'agit, en premier lieu, d'initier une politique d'investissement sans minimiser la politique commerciale, la politique de financement, l'importance de l'effet de levier et la gestion de la structure productive.

6.1. Méthodologie et données

La politique d'investissement n'est pas incompatible avec la conduite d'une stratégie financière menée à partir de la trésorerie. Quel que soit le type d'investissement à réaliser, la firme est toujours contrainte par sa liquidité et, d'une manière générale, par sa structure de financement. Son financement peut être réalisé avec des fonds externes ou tout simplement avec de l'autofinancement. L'évaluation de l'importance de la trésorerie ne doit plus se réduire à une notion élémentaire de stock mais la dépasser en proposant une notion de flux de trésorerie. Ce dernier élément joue un rôle primordial à la fois dans l'appréciation des financements aussi bien que des remboursements. Ces observations permettent de proposer un cadre de travail pour l'analyse du pouvoir explicatif de la trésorerie dans la politique d'investissement engagée par une firme. On passe donc en revue tous les problèmes méthodologiques qui conduisent à définir des profils de comportements d'entreprises en matière de trésorerie compatible avec une appréciation de leur stratégie de développement. Pour ce faire, on va rappeler successivement les hypothèses à tester, décrire l'ensemble des fichiers utilisés, présenter les différentes variables de l'étude et modéliser le problème de recherche à partir d'une régression.

6.1.1. Rappel de l'hypothèse à tester

Hypothèse 2 : L'investissement effectué par une firme au cours d'une année est influencé par le stock de trésorerie de l'année précédant l'investissement et par le flux de trésorerie de l'année de l'investissement.

Les arguments de validation de cette deuxième hypothèse doivent être nuancés en fonction du type de comportement en matière de trésorerie. Suivant le premier critère que l'on a évoqué dans le précédent chapitre, il existe deux types d'entreprises : les entreprises qui ont un volume non négligeable de titres de placement à court terme et les entreprises qui sont peu enclines à s'engager dans une politique de placements. On qualifie les premières de "trésorières" et les secondes de "non trésorières"[288]. Pour étudier l'impact de la trésorerie sur l'investissement des firmes et leurs profils de développement, il convient d'associer à cette caractéristique, un deuxième critère de comportement de détention de trésorerie. En l'occurrence, une trésorerie excédentaire peut être le fait d'une génération de flux de trésorerie disponible. Au delà d'un certain seuil, elle devient un véritable réservoir d'alimentation pour la trésorerie, réalisé pour financer directement ou indirectement le volume des investissements. A partir de ces deux éléments on peut définir une nouvelle typologie d'entreprises en matière de trésorerie plus appropriée à la validation de l'hypothèse de recherche. *Toutefois, la relation qui peut exister entre la trésorerie et l'investissement est compatible avec l'existence de profils de développement économique et financier spécifiques.*

En tout état de cause, le sens de la relation établie entre la trésorerie et l'investissement dans les firmes de type excédentaire n'est pas tout à fait similaire à celui qui est établi par les entreprises de type non excédentaire. Il faut ajouter à cela que toute la littérature économique et financière évoque deux conditions principales nécessaires pour que ce genre de relation soit parfaitement opérant ; la persistance de la contrainte de liquidité et l'irruption du "free cash flow" (Vogt 1994). Pour relativiser la mesure de ces deux concepts de manière à tester l'hypothèse centrale, on procède à trois types d'analyse relatifs à l'effet taille, l'effet secteur et l'effet groupe. Plusieurs éléments devraient dans ce cas avoir une influence sur le lien entre la trésorerie et l'investissement :

[288]Voir : Koulayom (1996a).

- les petites entreprises ont une contrainte de liquidité forte alors que les grandes entreprises développent surtout une structure d'actionnariat très disparate ;
- certains secteurs pourraient souffrir d'une forte contrainte de liquidité ;
- les entreprises membres d'un groupe ont de nombreux problèmes d'agence.

6.1.2. Fichiers d'étude

La base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France

Les données utilisées proviennent de la base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France (CDB) sur la période allant de 1990 à 1994[289]. Le tableau 6.1 présente l'évolution de l'ensemble des entreprises industrielles. Les extractions ont été effectuées selon la nouvelle Nomenclature d'Activités Française (NAF) opérationnelle depuis début 1993. Suivant cette classification qui n'a pas encore donné lieu à une table de passage très précise avec l'ancienne Nomenclature des Activités et des Produits (NAP), on peut définir 5 secteurs de l'industrie parmi les 17 sections que compte l'économie : les industries agricoles et alimentaires (EB), les industries des biens de consommation (EC), l'industrie automobile (ED), les industries de biens d'équipement (EE) et les industries de biens intermédiaires (EF)[290]. Après cylindrage du fichier initial, on travaille avec un panel de 9169 entreprises, c'est-à-dire sur un ensemble de 45845 observations. On perd ainsi plus de 40% des observations. Les principales causes de radiations enregistrées par les gestionnaires de cette base sont la cessation d'activité, les difficultés économiques et financières ou, tout simplement, un refus de l'entreprise[291].

[289]Pour plus de détails sur les caractéristiques de cette base, il convient de consulter la section 1 du cinquième chapitre.
[290]La nomenclature NAF se définit au niveau le plus fin en 700 classes et à des niveaux intermédiaires appelés des sous-sections, des divisions et des groupes.
[291]Pour maintenir l'actualité du fichier, il a été jugé opportun de ne pas conserver les données obsolètes ou portant sur des entreprises qui ne présentent plus d'intérêt sur le plan économique ou financier ; une

Tableau 6.1 : Nombre d'entreprises en fonction des secteurs

Année	1990	1991	1992	1993	1994	Constant
EB : Industries agricoles et alimentaires	1902	1987	2025	2070	2037	9169
EC : Industries des biens de consommation	2801	2979	3049	3154	3057	9169
ED : Industrie automobile	268	303	307	308	308	9169
EE : Industries des biens d'équipement	2669	2895	2994	3019	2920	9169
EF : Industries des biens intermédiaires	5992	6334	6522	6723	6648	9169
Total	13632	14498	14897	15274	14970	45845

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

L'avantage de travailler avec un échantillon cylindré est de pouvoir disposer de données stables sur toute une période, de manière à faire des analyses économétriques de type régression. On ne retient en effet que des entreprises présentes sur toute la période, notamment celles qui n'ont pas subi de modifications de structure importantes par suite de fusions ou d'opérations assimilées et qui ont une durée d'exercice égale à 12 mois.

La méthode de construction du fichier adoptée conduit à mettre de côté les petites firmes et un nombre important d'entreprises en mauvaise santé. Un nettoyage particulier est effectué sur les valeurs les plus sensibles de l'étude. Afin d'assurer ainsi une plus grande homogénéité de l'échantillon et de minimiser les risques d'erreurs de mesure, toutes les variables utilisées sont bornées aux deux centiles extrêmes de leurs distributions (premier centile - c1% - et avant dernier centile - c99%). Chaque entreprise est codée selon la taille de son chiffre d'affaires[292]. Le critère de fixation du classement d'une entreprise dans une typologie quelconque (profil de trésorerie, secteur, taille, groupe,...) est l'année 1994. Par exemple, une entreprise classée parmi les firmes disposant d'excès de trésorerie en 1994 est supposée appartenir à ce groupe au cours de toute la période

procédure annuelle de radiations est donc appliquée. Inversement, toute nouvelle information est quasiment introduite en temps réel dans la base.

292- groupe 1 : chiffre d'affaires inférieur à 20 millions - 3083 entreprises,
- groupe 2 : chiffre d'affaires compris entre 20 et 50 millions - 2428 entreprises,
- groupe 3 : chiffre d'affaires compris entre 50 et 500 millions - 3074 entreprises,
- groupe 4 : chiffre d'affaires supérieur à 500 millions - 584 entreprises.

d'étude. Le choix de l'année 1994 permet d'étudier le processus qui conduit une firme à un comportement typique observé en fin de période.

Le Fichier Bancaire des Entreprises (FIBEN) et la Centrale des Risques

On utilise le fichier FIBEN à titre complémentaire pour étudier l'impact du phénomène d'appartenance à un groupe. Ce fichier bancaire a été constitué progressivement pendant la période où la Banque de France était en charge de la fonction de refinancement par escompte du papier commercial. La fin des opérations d'escompte, en 1971, n'a fait que renforcer sa fonction de renseignement. Il permet aujourd'hui aux établissements de crédit de procéder eux-mêmes au classement de leurs créances sur les entreprises et à l'Institut d'Emission d'appliquer les règles d'éligibilité applicables à ses interventions. Au début de l'année 1989, la banque de données FIBEN contenait ainsi des informations sur plus de 2 millions d'entreprises, personnes physiques ou morales, pour lesquelles on comptait 180 000 bilans annuels. Cette population comprend notamment 96% des sociétés anonymes (SA) et 65% des sociétés à responsabilité limitée (SARL) existantes en France. Cette base contient :

- des données descriptives (dénomination, nature juridique, code activité économique, siège social),
- des éléments d'appréciation du volume d'activité de l'entreprise et de son endettement bancaire,
- les incidents de paiement des effets déclarés par les établissements de crédit,
- la cotation[293] Banque de France et sa date d'attribution ,
- des indications relatives à une éventuelle cessation d'activité,

[293] La cotation attribuée aux entreprises fournit, sous une forme condensée, une indication sur leur niveau d'activité ainsi que divers éléments d'appréciation. Elle permet en outre aux établissements de crédit de déterminer leurs créances mobilisables le cas échéant auprès de la Banque de France.

- les relations bancaires dont la Banque de France est informée par les établissements d crédit[294].

Les liaisons financières sont ainsi extraites à partir des éléments de la cotation -Banqu de France. Celle-ci synthétise l'appréciation portée, à un moment donné, sur la situatio d'une entreprise industrielle ou commerciale à un horizon de deux ans et comporte un composante relative à l'information sur les liaisons financières intra-groupe. Ceci perme de décomposer l'échantillon à étudier en 1395 filiales, 203 têtes de groupes et 757 entreprises indépendantes.

6.1.3. Mesure des variables

Pour tester l'hypothèse 2, on doit définir des indicateurs représentant le comportemei en matière de trésorerie. L'analyse descriptive des principaux traits de ce comportemei s'appuie sur la stratégie de développement stylisée par la politique d'investissement, l politique commerciale, l'importance de l'effet de levier et la gestion de la structui productive[295].

Les mesures de la stratégie de détention de trésorerie

Plusieurs types de ratios de trésorerie sont retenus. Il s'agit du poids des disponibilite sur le capital engagé (TA1), du poids des valeurs mobilières de placement sur le capit engagé (TA2) et du poids de la trésorerie totale sur le capital engagé (TA31). A titre d comparaison, ces différentes variantes de la trésorerie ont été rapportées à la valeu

[294]Toutes ces informations proviennent de nombreuses sources : journaux d'annonces légales, tribunau de commerce, établissement de crédit, documents comptables annuels et renseignements recueillis aupré des banquiers et des entreprises.

[295]Tous les ratios sont autant que possible issus de la logique propre à la méthodologie d'analys financière de la Banque de France (1988).

ajoutée (TC1,TC2, TC31). Mais, étant donné que ces ratios véhiculent quasiment la même information[296], le choix a été porté sur les premiers ratios qui se prêtent mieux à une analyse typologique de profils d'entreprises. En outre, la définition de ces ratios peut paraître redondante. Elle s'explique cependant par le fait qu'en dépit de ce que l'on peut croire, la trésorerie est constituée d'éléments hétérogènes. *L'abondance des liquidités, fait l'objet d'un examen d'autant plus attentif que seule une faible part de ces liquidités est généralement détenue sous forme de disponibilités ou de valeurs mobilières de placement* (Cohen 1994, p.42). En effet, les disponibilités et les valeurs mobilières de placement correspondent à deux logiques de comportement différentes (Cœurderoy et Koulayom 1996a, 1996b). En somme, ceci conduit à penser que le comportement en matière de trésorerie ne jouit que d'une autonomie relative ; la mise en œuvre d'actifs spécifiques de production dans un environnement risqué sécrète un besoin de constitution de garanties sous forme de trésorerie de manière à diminuer le risque.

Pour la mesure du flux de trésorerie généré par les firmes, deux ratios sont calculés : le poids de la capacité d'autofinancement sur la variation du capital d'exploitation (F17)[297] et le taux de variation des liquidités sur la valeur ajoutée (TV3). Le taux d'excédent net de trésorerie d'une firme n'est qu'une approximation générale de la mesure du flux de trésorerie disponible après le financement de tous les investissements à valeur actuelle nette positive[298]. Ce ratio est de plus en plus utilisé par les entreprises dans le cadre de leurs rapports d'activité car c'est une façon pour elles de faire apparaître leurs aptitudes à générer de la trésorerie et ce, même en l'absence de recours à des fonds externes. Mais l'impossibilité de connaître toutes les opportunités d'investissement disponibles de chaque firme limite sa portée. Il exprime toutefois une probabilité relative de détention de "free cash flow" lorsque son niveau est très élevé. Le ratio de variation des liquidités

[296] Voir la matrice des corrélations - tableau B3 de l'annexe 3.
[297] Il s'agit du ratio : capacité d'autofinancement / (investissements productifs + variation des besoins en fonds de roulement).
[298] Le terme de "free cash flow" défini par Jensen (1988) est un concept abstrait.

sur la valeur ajoutée, souvent utilisé en comptabilité nationale, permet d'estimer le volume de trésorerie conservé en caisse par rapport à la masse de richesses créée.

Les mesures de la stratégie de développement

L'investissement et la croissance ne sont pas deux phénomènes indissociables. Pour se développer, il faut investir ; le développement quantitatif est souvent associé à la notion de croissance, laquelle représente l'accroissement des capacités et des dimensions de la firme en termes de stocks ou de flux. Dès lors, les entreprises en croissance sont celles qui connaissent une expansion rapide[299]. Quoi qu'il en soit, sa prise en compte dans un débat sur la trésorerie est essentielle puisqu'elle permet entre autres de mieux saisir au sein d'une firme, les contraintes externes de l'environnement économique et social, les facteurs d'incitation internes relatifs à la position des dirigeants et des autres participants et les modifications structurelles qui peuvent surgir. La croissance s'accompagne généralement d'une capitalisation de l'expérience qui stimule à la fois le développement de l'entreprise et l'exploitation de ses capacités excédentaires de production. Il faut la relativiser par rapport à la taille puisque, au delà d'une certaine dimension, toute politique intensive de croissance est difficilement envisageable. De même, en dehors de toute spécificité propre à une entreprise, il faut tenir compte de l'influence sectorielle car certains secteurs ont des taux de croissance plus élevés que les autres. En raison de la préférence des dirigeants pour la croissance, les coûts d'agence sont plus importants pour les entreprises évoluant dans les secteurs en croissance. Mais ceci ne signifie pas forcément que celles-ci sont plus enclines que les autres à engager des liquidités dans un

[299] Ainsi, l'entreprise est encouragée à acquérir une grande taille pour avoir un pouvoir sur son environnement, pour mieux agencer le cycle de vie de ses produits, pour accroître son pouvoir sur le marché et asseoir sa légitimité sociale vis-à-vis des pouvoirs publics.

processus de gaspillage[300]. En tout état de cause, la firme en croissance a besoin de plus de liquidités, ne serait-ce que pour assurer en permanence le paiement de ses transactions en augmentation. Dans le sens contraire, la disponibilité des ressources de trésorerie devient, dans certains cas, une condition importante à la mise en œuvre d'une politique de croissance. On considère une mesure de la croissance portant l'empreinte du dynamisme de la firme et trois mesures de l'investissement recouvrant les deux dimensions de l'investissement, c'est-à-dire le flux et le stock. Il s'agit respectivement du taux de croissance de la valeur ajoutée (TVA) et du taux d'investissement productif (R12). En tant qu'acquisition de moyens de production, l'investissement physique est la manifestation de la croissance dans tous ses aspects ; il est relatif à la structure et au volume global des actifs existants. La vie de l'entreprise tourne également autour d'opérations d'échanges et de transformations d'actifs financiers en actifs physiques. Dans cet esprit, l'investissement financier, permet d'analyser le volet externe de la politique de croissance et, dans une moindre mesure, l'implication possible des firmes dans une structure de groupe. La croissance externe est ainsi décrite par le poids des participations et des titres immobilisés sur le capital engagé (F27) et par l'acquisition des participations et des titres immobilisés sur la valeur ajoutée (F6).

En terme de stratégie défensive, la trésorerie est un signal d'engagement crédible envoyé à l'attention des partenaires de la firme (Porter 1980)[301]. La théorie de l'économie des coûts de transaction (Williamson 1985, 1991), quant à elle, enseigne dans quelle mesure

[300]Ceci ne signifie pas non plus que le risque d'existence de "free cash-flow" est plus important puisqu'en l'occurrence il s'agit ici de liquidités déboursées. D'ailleurs, comme le montre Myers (1977), ces coûts devraient être moindres pour les firmes qui émettent des dettes convertibles. Il faut donc garder à l'esprit que l'endettement à court terme (et la dette convertible) est positivement lié à la croissance lorsqu'il se substitue à l'endettement à long terme.

[301]En particulier, la prise en compte des liquidités dans l'analyse stratégique d'une firme conduit notamment à apprécier sur le plan financier ses forces et ses faiblesses d'une manière assez fine et ce, au travers de thèmes génériques tels que la menace d'entrée de nouveaux concurrents, la menace d'arrivée de produits de substitution, le pouvoir de négociation des fournisseurs, la position de force des clients et l'intensité de la concurrence. Cette approche est à exclure puisqu'on ne détient pas de données qualitatives.

l'entreprise aurait avantage à internaliser certaines de ses activités, notamment dans le cadre d'une intégration verticale. Plus globalement, chaque entreprise doit choisir la structure de gouvernance (entre le marché et la hiérarchie) qui optimise ses échanges économiques. Parmi les trois attributs des transactions opérants[302], la spécificité est celle qui permet de mettre plus en évidence les options de croissance et, dans une moindre mesure, la structure de financement. En règle générale, les investissements dans des frais non récupérables comme les frais de recherche et développement, les dépenses de formation, les brevets et les frais d'actions commerciales constituent une mesure de la spécificité des actifs (F2). On les rapporte au chiffre d'affaires[303]. Le poids de l'ensemble des actifs immobilisés dans le capital engagé (F26) permet de mesurer la nature des capitaux investis. La fréquence, quant à elle, peut être décrite par le rythme de l'activité (R9, F22), le ratio de délais de rotation des clients (F3) ou le ratio de délais de rotation des stocks (F4).

La dimension du risque est cernée essentiellement à travers l'information financière descriptive. De plus, les ratios financiers renseignent sur la remise en cause ou non de la survie de l'entreprise dans le cadre de ses activités globales. Le ratio du coût moyen apparent de la dette (F13) est une composante importante de la santé de la firme. Le mécanisme de l'effet de levier (F14) conduit ainsi à apprécier l'influence du levier financier (R7) sur sa rentabilité financière (F12). Ceci pose le problème de l'équilibre financier à moyen et long terme. On analyse le ratio de rentabilité financière comme étant la décomposition entre une rentabilité économique (F15) et l'effet de levier (prix du risque encouru) ; la première composante pouvant être complétée par une mesure de la capacité bénéficiaire c'est-à-dire le taux de marge brute globale (F9).

302 La spécificité des actifs, l'incertitude et la fréquence des échanges.
303 Pour une analyse de la littérature sur la théorie des coûts de transaction, voir : Cœurderoy et Quelin (1994).

Encadré 6.1 : Les ratios financiers d'analyse du développement

Taux de croissance de la valeur ajoutée = **TVA** = $\frac{VA_t - VA_{t-1}}{VA_{t-1}}$

Taux d'endettement = **R7** = $\frac{\text{Endettement financier}}{\text{Financement propre}}$

Taux d'investissement = **R12** = $\frac{\text{Investissement productif}}{\text{Valeur ajoutée}}$

Taux d'immatériel = **F2**= $\frac{\text{Frais R \& D + brevets + formation + act. commerciales}}{\text{Chiffre d'affaires}}$

Poids des BFR = **R9** = $\frac{\text{Besoin en fonds de roulement d'exploitation moyen}}{\text{Volume d'affaires HT}}$

Délais de rotation des clients = **F3** = $\frac{\text{Clients + effets escomptés (encours moyen)}}{\text{Volume d'affaires TC}}$

Délais de rotation des stocks = **F4** = $\frac{\text{Stock moyen de produits finis - avances et acomp.}}{\text{Production}}$

Financement des BFR = **F5** = $\frac{\text{Concours bancaires courants}}{\text{Besoins en fonds de roulement}}$

Taux des participations = **F6** = $\frac{\text{flux de participations + flux de titres immobilisés}}{\text{Valeur ajoutée}}$

Taux de marge brute globale = **F9** = $\frac{\text{Excédent brut global}}{\text{Volume d'affaires HT}}$

Taux de rentabilité financière = **F12** = $\frac{\text{Capacité d'autofinancement nette}}{\text{Financement propre}}$

Coût moyen de la dette = **F13** = $\frac{\text{Frais financiers}}{\text{Dettes financières}}$

Ecart = $\frac{\text{Excédent net global}}{\text{Capital Financier}} - \frac{\text{Intérêts et charges}}{\text{Endettement financier}}$

Effet de levier = **F14** = Ecart * R7

Taux de rentabilité du capital financier = **F15** = $\frac{\text{Excédent brut global}}{\text{Capital financier moyen}}$

Taux de variation de l'endettement = **TV4** = $\frac{\text{Variation des dettes financières}}{\text{Dettes financières}}$

Taux de variation des fonds propres = **TV5** = $\frac{\text{Variation des fonds propres}}{\text{Fonds propres}}$

Taux d'excédent net de trésorerie = **F17** = $\frac{\text{Capacité d'autofinancement}}{\text{Investissements + variation BFR}}$

Taux d'accumulation = **F19** = $\frac{\text{Autofinancement}}{\text{Réserves d'autofinancement}}$

Capacité d'endettement = **F20** = $\frac{\text{Capacité d'autofinancement}}{\text{Endettement moyen}}$

Taux de dividendes = **F21** = $\frac{\text{Dividendes}}{\text{Capacité d'autofinancement}}$

Poids du chiffre d'affaires = **F22** = $\frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Capital engagé}}$

Taux d'autofinancement = **F23** = $\frac{\text{Autofinancement}}{\text{Emplois nets}}$

Couverture des capitaux investis = **F25** = $\frac{\text{Financement stable}}{\text{Couverture des capitaux investis}}$

Poids des actifs immobilisés = **F26** = $\frac{\text{Actifs immobilisés}}{\text{Capital engagé}}$

Poids des participations = **F27**= $\frac{\text{Participations + titres immobilisés}}{\text{Capital engagé}}$

L'estimation de la stratégie de financement est réalisée au travers du taux d'accumulation (F19), de la capacité d'endettement (F20), de la variation de l'endettement (TV4), de la variation des fonds propres (TV5), du taux d'autofinancement (F23) et du financement courant des besoins en fonds de roulement (F5). L'équilibre du financement est apprécié au travers du ratio de couverture des capitaux investis (F25). La théorie de l'économie des coûts de transaction soutient que le degré de spécificité des actifs d'une entreprise détermine ses arbitrages entre les différents modes de financement (Williamson 1988).

Le choix du financement par dette est réalisé lorsque les actifs à financer présentent une liquidité élevée. A l'inverse, les fonds propres seront privilégiés lorsque la "redéployabilité" des actifs est faible. Ce résultat est repris pour développer l'idée selon laquelle les actifs de trésorerie doivent conduire à l'émergence de structures financières adaptées. Enfin, le poids du dividende dans les fonds propres (F21) permet d'apprécier le rendement de la firme.

6.1.4. Modélisation

Les spécifications économétriques sont dérivées des travaux de Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991). En l'occurrence, la variable à expliquer est le montant des investissements productifs en fin de période rapportés au capital engagé en début de période (R14). Les variables explicatives et représentatives de la liquidité sont : le poids de la capacité d'autofinancement en fin de période sur le capital engagé en début de période (F18B), le poids des valeurs mobilières de placement en début de période sur le capital engagé en début de période (TA2B). Les variables de contrôle sont au nombre de deux. En premier lieu, le poids du chiffre d'affaires en début de période sur le capital

engagé en début de période (F22B) permet d'appréhender l'effet d'accélération du chiffre d'affaires sur l'investissement et d'éliminer l'influence de l'effet volume sur la capacité d'autofinancement. Pour améliorer le pouvoir explicatif de ce modèle et saisir les autres effets difficilement perceptibles, on pourrait y inclure en second lieu les opportunités d'investissement[304]. Dans les modèles de Vogt (1994) et de Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991), celles-ci sont mesurées par le ratio Q de Tobin qui n'est pas disponible dans cette étude. Pour pallier cette faiblesse de l'hypothèse, l'investissement en fin de période peut être régressé en tenant compte de l'investissement en début de période. En effet, le montant des investissements productifs en début de période sur le capital engagé de la période précédente (R14B) a une grande influence sur le niveau d'investissement en cours rapporté au capital engagé(R14).

L'équation à estimer est :

$$R14 = f(R14B, F18B, TA2B, F22B)$$

L'hypothèse 2 est ainsi testée à l'aide d'un modèle de régression[305]. Ceci conduit à proposer deux variantes de la relation entre l'investissement et la trésorerie. La première supporte la contrainte d'Evans (1969, p.96) selon laquelle toute étude qui prétend expliquer l'investissement avec des variables non décalées ne mérite pas qu'on lui accorde de sérieuses considérations. L'adoption de ce modèle aurait supposé d'observer des conditions statistiques d'application trop contraignantes. C'est pourquoi, on retient la deuxième variante qui a l'avantage d'être simple et de minimiser les risques d'autocorrélation des résidus[306].

304La raison présidant à cette décomposition est l'acceptation de deux logiques différentes de fonctionnement de la trésorerie. Une firme qui est dans une phase intensive d'investissements décaisse plus rapidement la trésorerie qu'elle constitue. En revanche, une firme qui est dans une phase moins intensive d'investissements, c'est-à-dire qui a peu d'opportunités de croissance, accumulera de la trésorerie pendant plusieurs années avant de réaliser l'investissement en question.

305Ce modèle utilise la méthode des moindres carrés ordinaires.

306Pour l'analyse de données de panel d'entreprises, voir : Dormont (1989).

Variante 1 : $\frac{Inv_t}{Ce_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Inv_{t-1}}{Ce_{t-2}} + \beta_2 \frac{Cash_t}{Ce_{t-1}} + \beta_3 \frac{Vmp}{Ce_{t-1}} + \beta_4 \frac{Ca}{Ce_{t-1}} + \varepsilon_t$

Variante 2 : $\frac{Inv_t}{Ce_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Cash_t}{Ce_{t-1}} + \beta_2 \frac{Vmp}{Ce_{t-1}} + \beta_3 \frac{Ca}{Ce_{t-1}} + \varepsilon_t$

Inv = Investissement productif
Ce = Capital engagé
Cash = Capacité d'autofinancement
Vmp = Valeurs mobilières de placement
Ca = Chiffre d'affaires
β_i = Coefficients de regression
ε_t = Terme d'erreur

On s'attend à ce que les coefficients de régression des ratios de liquidité soient positifs pour le niveau de flux de trésorerie disponible et négatifs pour le niveau de valeurs mobilières de placement. Ceci est d'autant plus vrai qu'il existe une contrainte de liquidité. En tout état de cause, l'investissement entretient une relation positive avec le cash-flow car la firme augmente en priorité ses fonds propres internes l'année de l'investissement. Le flux de trésorerie fournit à la firme un moyen de financement immédiat en accroissant sa capacité d'endettement. Il permet d'assurer sa solvabilité à moyen et long terme. En revanche, la relation entre l'investissement et le taux de valeurs mobilières de placement est négative car chaque firme est amenée le cas échéant à vendre les valeurs négociables qu'elle détient en début de période pour se procurer des liquidités nécessaires au financement de ses investissements.

Une méthode de validation complémentaire de l'hypothèse 2 consiste à segmenter l'échantillon global en groupes homogènes d'entreprises caractérisés par leur comportement en matière de trésorerie. Comme indiqué ci-dessus, ce comportement peut se décrire au travers de la combinaison d'indicateurs de flux et de stock. La fusion de ces deux derniers critères conduit à construire une typologie a priori. Tout d'abord,

les entreprises ayant la plus forte probabilité de détenir de la trésorerie excédentaire sc celles qui disposent à la fois de valeurs mobilières de placement et d'un niveau de ca flow important ; on les qualifie d'"excédentaires". Ensuite, celles qui possèdent même temps peu de valeurs mobilières de placement et un faible niveau de cash-fl devraient avoir au mieux une trésorerie suffisante pour satisfaire les besoins liquidités liés à leurs activités : on les qualifie de "résiduelles". Enfin, toutes les aut entreprises devraient être classées parmi celles qu'on qualifie d'"intermédiaires" ; il très difficile de classer ces firmes dans l'une ou l'autre catégorie ; elles corresponden une zone de forte indétermination. Pour tester les différences de moyennes des ratios développement des trois différents groupes, on utilise le test non-paramétrique Kruskal-Wallis au seuil de 5%. En fin de compte, la stratégie de détention de trésore ne vaut surtout que pour les entreprises qui perçoivent des contraintes financières et f l'objet de frictions organisationnelles. C'est pourquoi, le modèle de base est égalem testé sur l'effet taille, l'effet secteur et l'appartenance à un groupe.

6.2. Profils de comportement en matière de trésorerie et développement

Cette deuxième section consiste essentiellement en une analyse descriptive différentes dimensions du développement des firmes. Elle permet de vérifier a posteri la véracité d'une typologie du comportement en matière de trésorerie constituée excédentaires, des intermédiaires et des résiduelles. Afin de suivre sur toute la période chemin parcouru par chaque entreprise, il est utile de classer les entreprises dans mêmes groupes durant toute la période. Par exemple, une firme qui est dans le grou des excédentaires au cours d'une année, est systématiquement classée dans le groupe excédentaires les autres années. Une telle situation se justifie ici par le fait que entreprises qui semblent avoir un comportement homogène à un moment donné

suivi par le passé une trajectoire similaire ou ont du moins fait preuve d'aptitudes uniformes. On fait jouer les critères de sélection en fin de période c'est-à-dire 1994, et on les généralise à l'ensemble de la période. Ainsi, On vérifie que les firmes excédentaires en trésorerie en 1994 l'étaient déjà en 1990 ; de même, les résiduelles en trésorerie en 1994 l'étaient déjà en 1990. Dans un contexte de baisse du taux d'investissement[307], il faut voir derrière ce constat une logique de gouvernement des entreprises fondée sur une maîtrise à moyen et long terme de leur développement.

6.2.1. Typologie d'entreprises

Pour fixer le seuil de détention significative de valeurs mobilières de placement, on ne peut pas se contenter uniquement de fixer la barre à zéro comme Koulayom (1996a, 1996b) dans la mesure où on utilise ici des données cylindrées. Ce cylindrage a permis d'écarter un nombre non négligeable d'entreprises, en particulier celles dont les risques d'illiquidité sont les plus élevés. De cette manière, les entreprises de l'échantillon ont une aptitude et une aspiration plus grande à la stabilité et, par conséquent, ont une vision à plus long terme de leurs politiques de développement.

Partant de là, quelques traitements statistiques conduisent à retenir, comme Cœurderoy et Koulayom (1996a, 1996b), le seuil de détention à dix mille francs ; seuil à partir duquel la détention de valeurs est significative. En effet, les entreprises qui placent plus de dix mille francs en valeurs mobilières de placement ont beaucoup plus de chances que les autres de détenir une trésorerie excédentaire. Leur proportion est de près de 35% par rapport à l'ensemble des entreprises et leur taux de détention de trésorerie est passé de 16.84% à 19.75% entre 1990 et 1994 (tableau 6.2)[308]. Cette tendance se confirme

[307] Voir : tableau B2 de l'annexe 3.

[308] La distribution du taux de trésorerie sur l'ensemble de l'échantillon est présentée dans le tableau B1 de l'annexe 3.

lorsqu'on prend le taux d'excédent net de trésorerie ; le taux de détention de trésorerie passe de 95.86% à 105.03% entre 1990 et 1994 (tableau 6.3). On définit de cette manière les entreprises qui se situent au delà du troisième quartile comme ayant une forte probabilité de générer une trésorerie excédentaire. Ce seuil est de 156%.

Trois groupes distincts se dégagent de la combinaison de ces deux facteurs :

- les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement inférieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie inférieur à 156% (résiduelles) ;
- les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie inférieur à 156% et les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement inférieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie supérieur à 156% (intermédiaires) ;
- les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie supérieur à 156% (excédentaires).

La décomposition de l'échantillon en trois groupes d'entreprises consiste à appliquer les critères de sélection en 1994 et à analyser la politique de développement de chacun de ces groupes jusqu'à quatre ans en arrière. De cette façon, on cherche à savoir dans quelle mesure, une firme a évolué vers un comportement type. Le tableau 6.4 décrit la composition de l'échantillon entre les différents profils d'entreprises en matière de trésorerie et met en évidence une proportion des excédentaires qui se rapproche de 12%. A noter qu'une forte incertitude quant à la probabilité de bon classement, plane sur près de 40% de la population. La typologie constituée fait apparaître dans le schéma 6.1 une nette différenciation des taux de trésorerie entre les différents groupes au fil des années. Ceci signifie bien qu'une firme s'improvise rarement dans le rôle d'excédentaire d'un seul coup. Cet état de fait peut être perçu comme la résultante d'un processus d'accumulation de trésorerie qui a pris naissance dans le passé.

Tableau 6.2 : Evolution du taux de trésorerie suivant l'importance des valeurs mobilières de placement

Année (%)*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
Groupe VMP<10KF	6003	6.59	6.04	5.54	5.25	5.0
Groupe VMP>10KF	3166	16.84	17.09	17.44	18.59	19.75

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.3 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie suivant l'importance des valeurs mobilières de placement

Année (%)*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
Groupe VMP<10KF	6003	83.69	74.68	73.10	46.73	66.95
Groupe VMP>10KF	3166	95.86	87.09	83.68	93.28	105.03

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.4 : Typologie de comportement en matière de trésorerie en 1994

Ensemble	**VMP<10KF**	**VMP>10KF**
Taux d'excédent net de trésorerie < 156%	Groupe 1 : Résiduelles 4586	Groupe 2 : Intermédiaires 2090
Taux d'excédent net de trésorerie > 156%	Groupe 2 : Intermédiaires 1417	Groupe 3 : Excédentaires 1076

En revanche, il est visible que la différence de moyennes des taux d'excédent net de trésorerie réalisés entre les différents groupes n'est pas statistiquement significative au seuil de 5% entre 1990 et 1993 (schéma 6.2). Toutefois, cet écart devient statistiquement significatif au seuil de 5% en 1994 soit l'année où l'entreprise est classée sans ambiguïté dans le groupe des excédentaires conformément aux deux critères fixés a priori. La moyenne de ce taux a brutalement augmenté de 133% à 570% pour les excédentaires; il s'agit de la période d'apparition de la trésorerie excédentaire imputable à un surplus de cash-flow. Ce phénomène est à rapprocher avec l'évolution du taux d'investissement. D'après le schéma 6.3, les excédentaires réalisent apparemment plus d'investissement que les deux autres groupes, excepté en 1994 si on s'intéresse uniquement à la moyenne[309].

[309]Tous ces résultats se vérifient quelle que soit l'année de référence 1993, 1992 ou 1991.

Schéma 6.1 : Taux de trésorerie (moyenne et médiane)

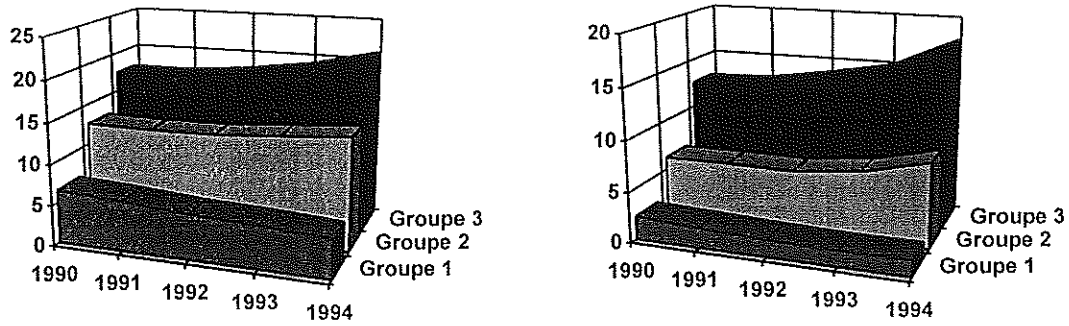


Schéma 6.2 : Taux d'excédent net de trésorerie (moyenne et médiane)

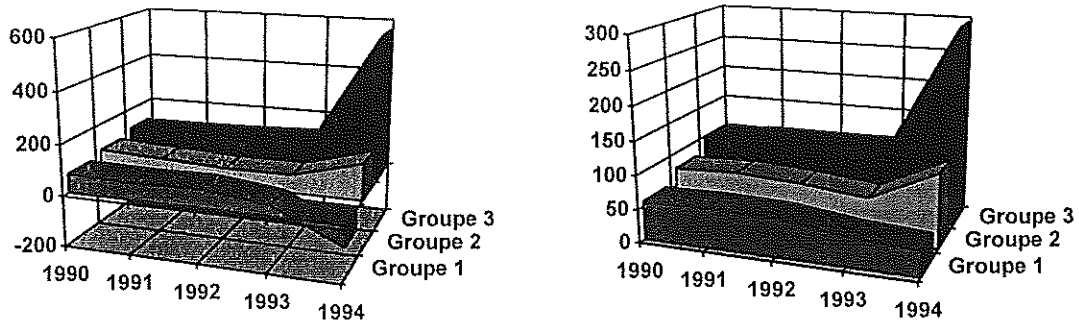
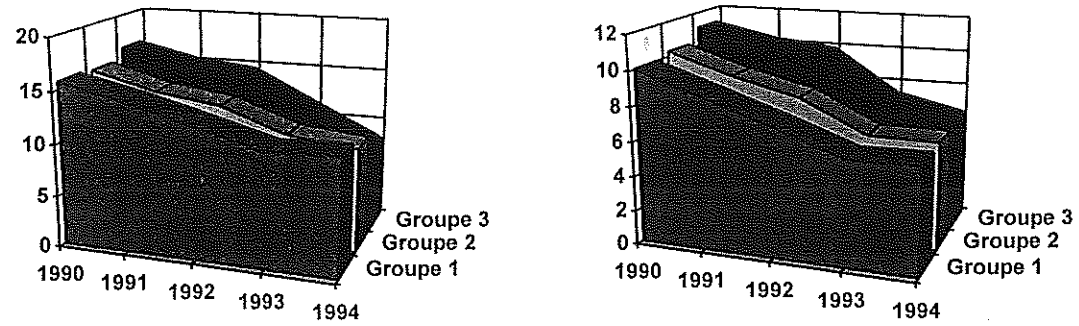


Schéma 6.3 : Taux d'investissement (moyenne et médiane)



Groupe 1 : Résiduelles
Groupe 2 : Intermédiaires
Groupe 3 : Excédentaires

Il semble que le lien entre la trésorerie et l'investissement, s'il existe, n'est pas direct et ne se résume pas à la recherche d'une simple discrimination de la politique d'investissement entre des groupes de comportements en matière de trésorerie. Il faut placer ce lien sous le signe des problèmes d'agence et/ou de l'asymétrie d'information en supposant une stabilité des comportements. Plus que la typologie des valeurs mobilières de placement, la typologie ci-dessus conduit à conclure qu'une proportion non négligeable des firmes s'est durablement installée depuis le début des années 80 dans une situation d'excès de trésorerie.

Finalement, même si la politique d'investissement ne constitue pas directement un facteur discriminant des groupes d'entreprises, il apparaît qu'une combinaison de variables décrivant le développement des firmes permet d'établir des liens relatifs. Dans un cadre stratégique donné, l'appréciation de la liquidité de la firme, de même que son aptitude à développer ses activités, posent la question de la capacité d'investissement. La trésorerie représente une sorte de moyen d'investissement dans la mesure où elle peut être utilisée pour d'autres usages sans nuire à l'équilibre financier du bilan.

6.2.2. Dimension du financement

L'évolution générale du financement des entreprises relève de phénomènes multidimensionnels. Dans l'ensemble, les entreprises de type résiduel ou intermédiaire sont beaucoup plus endettées que les entreprises de type excédentaire dans un environnement caractérisé par un certain désendettement (tableau 6.5). Ce schéma confirme que l'excès de trésorerie converge en général avec un faible endettement. Logiquement, si on considère que la trésorerie est un actif non spécifique au sens de Williamson (1988), on devrait avoir une structure de gouvernance fondée sur un niveau d'endettement plus élevé.

Tableau 6.5 : Evolution du taux d'endettement

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	79.37	75.67	70.45	64.93	60.07
Intermédiaires	58.92	54.0	48.63	43.67	37.81
Excédentaires	41.91	38.58	34.45	30.03	24.72

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.6 : Evolution de la capacité d'endettement

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	53.40	51.21	47.83	39.40	46.04
Intermédiaires	83.14	80.36	75.84	71.67	81.73
Excédentaires	113.41	107.54	110.38	113.15	136.64

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.7 : Evolution du taux de variation de l'endettement

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	-1.66	-6.20	-8.53	-16.83	-12.95
Intermédiaires	-4.86	-10.70	-13.20	-22.49	-22.83
Excédentaires	-4.43	-10.69	-12.17	-23.05	-32.28

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre les résiduelles et les intermédiaires sur toute la période.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les excédentaires en 1994, 1993 et 1991 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1994
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entreles résiduelles et les excédentaires en 1992 et 1990 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1993, 1992, 1991 et 1990 .

Tableau 6.8 : Evolution du taux de variation des fonds propres externes

Année *	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	2.06	1.75	1.78	1.77	1.93
Intermédiaires	1.57	1.24	1.12	1.18	1.21
Excédentaires	1.05	0.73	0.85	0.72	0.58

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1994 et, entre eux deux à deux en 1994.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur la période 1990-1993 et entre eux deux à deux sur la période 1990-1993.

Ceci n'est pas vraiment le cas puisque ce sont plutôt les fonds propres qui apparaissent à la hausse et, dans tous les cas, plus élevés pour les excédentaires[310]. Excepté pour les flux, les stocks des différentes sources de financement n'évoluent pas conformément à la théorie des coûts de transaction : la variation des fonds propres externes est plus

[310] A noter que le taux d'endettement plus faible pour les excédentaires s'explique par un poids des fonds propres plus élevé, un poids de la dette plus faible et un recours à la dette bancaire proportionnellement moins élevé.

importante pour les entreprises qui détiennent moins de trésorerie (tableau 6.8). En revanche, ce sont celles qui ont une trésorerie substantielle qui diminuent le plus leurs flux d'endettement (tableau 6.7). Ces deux faits ne sont pas pour l'instant suffisants pour renverser le sens de la relation ressortant au travers de l'encours des différents financements. Cette tendance à l'assainissement de la situation financière se retrouve également au niveau de l'évolution de la capacité d'endettement des différents groupes (tableau 6.6). Les excédentaires semblent disposer d'une capacité d'endettement de plus en plus importante car elles capitalisent au fur et à mesure leur trésorerie.

En tenant compte du fait que la trésorerie représente un bon collatéral, notamment parce qu'en cas de liquidation, les créanciers peuvent récupérer rapidement leurs mises de fonds, la firme qui en détient beaucoup devrait avoir une capacité d'endettement supplémentaire plus ou moins implicite (Schleiffer et Vishny 1992). On peut se demander dans ce cas pourquoi les excédentaires, qui ont naturellement les capacités de remboursement les plus intéressantes sont aussi celles qui ont une marge de manœuvre en termes de financement externe plus importante. Dans ce contexte, il en découle que ce n'est pas une mauvaise santé financière qui conduit la firme à se constituer plus de garanties informelles mais la bonne santé qui l'incite davantage à se doter de garde fous et d'atouts pour mieux conforter ses relations avec les créanciers et les actionnaires.

Certes, une firme peut disposer de liquidités en excès, mais si celles-ci ne sont pas investies dans des projets à valeur actuelle positive, cela peut avoir un impact négatif sur ses performances comme en témoigne l'étude de Strong et Meyer (1990). La trésorerie intervient *ex-ante* en redonnant confiance aux différents partenaires de la firme ; elle joue donc un rôle d'accentuation des performances d'une entreprise d'une manière négative ou positive[311]. Pour ce qui est du troisième type de financement à la disposition

[311] Les résultats du chapitre précédent montrent que la plupart des firmes qui détiennent une trésorerie excédentaire en subissent un impact positif.

des firmes, les tableaux 6.9 et 6.10 montrent clairement qu'un comportement excédentaire en matière de trésorerie est le fait d'une création de richesses au sein de la firme[312]. En effet, la croissance des fonds internes au cours des années et le poids des fonds internes dans les emplois effectués chaque année sont considérables pour les firmes situées du côté des excédentaires. Ceci ne va pas à l'encontre des nombreuses études qui montrent que les fonds propres internes représentent les premières sources de financement des investissements (Donaldson 1961). Dès lors qu'une entreprise possède un montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et une capacité d'autofinancement importante par rapport à l'investissement économique, cela joue sur le niveau de ses besoins en fonds de roulement (tableau 6.11) ; du moins, elles ont une marge de manœuvre importante pour autofinancer leurs investissements avec des liquidités immédiates. En tout état de cause, la part des crédits bancaires courants dans le financement des besoins en fonds de roulement est très faible pour ces excédentaires (tableau 6.12). Celles-ci ont une trésorerie nette positive qui leur permet de couvrir en permanence leurs financements stables avec leurs capitaux investis et d'assurer, par conséquent, leur équilibre financier à moyen et long terme (tableau 6.13).

Le problème du financement de la trésorerie se trouve posé. Par ailleurs, les excédentaires sont celles qui obtiennent les meilleures conditions de vente de leurs clients[313] et qui peuvent se satisfaire d'une gestion rationnelle de leurs stocks de produits finis[314]. Dire que la trésorerie est la contrepartie de la dette équivaut à soutenir ici qu'une entreprise alimente sa trésorerie en ayant recours à une ressource stable à un coût similaire à celui de la détention ; ceci est faux dans la pratique.

[312] D'après Huberman (1984), la trésorerie est un élément de l'autofinancement de sorte que seule la présence de trésorerie permet de saisir les opportunités d'investissement rentables.
[313] Voir : tableau B6 de l'annexe 3.
[314] Voir : tableau B7 de l'annexe 3.

Tableau 6.9 : Evolution du taux d'accumulation

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	20.27	17.51	13.59	9.02	9.41
Intermédiaires	21.22	17.79	14.54	10.72	11.37
Excédentaires	21.40	18.94	16.68	13.15	13.69

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre les résiduelles et les excédentaires sur toute la période.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les intermédiaires en 1992, 1993 et 1994 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991, 1992 et 1993.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entreles résiduelles et les intermédiaires en 1991 et 1990 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1994.

Tableau 6.10 : Evolution du taux d'autofinancement

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	51.70	50.59	39.47	14.83	13.08
Intermédiaires	71.94	69.95	62.56	50.52	75.73
Excédentaires	81.06	85.65	88.13	79.75	103.02

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.11 : Evolution du poids des BFR

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	72.42	77.13	80.06	82.85	78.88
Intermédiaires	66.32	69.67	71.67	72.88	67.36
Excédentaires	59.38	63.49	61.86	60.76	58.79

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.12 : Evolution du financement courant des BFR

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	36.69	36.98	37.41	36.06	34.71
Intermédiaires	18.65	21.45	23.89	21.45	18.65
Excédentaires	17.11	13.38	12.44	11.20	8.12

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.13 : Evolution de la couverture des capitaux investis

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	93.86	94.52	94.49	95.84	95.62
Intermédiaires	108.04	110.40	112.18	114.81	115.61
Excédentaires	119.13	121.84	124.94	127.24	130.15

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Le niveau élevé de la trésorerie est la preuve que la firme ne la détient pas forcément en raison de son rendement financier mais pour en tirer des avantages dans le cadre de son développement et ce, quelle que soit l'origine des fonds. Les trois notions d'autofinancement, de dette et de fonds propres sont liées puisqu'à l'évidence, la variation du poids des fonds propres externes entraîne celle de la dette et peut avoir un

impact sur le niveau de la trésorerie considérée comme un emploi. Bien qu'insuffisantes, les données des firmes ayant une trésorerie excédentaire semblent en définitive plaider pour une hiérarchie des sources de financement compatible avec celle du "pecking order", c'est-à-dire avec une préférence de l'autofinancement sur la dette puis de la dette sur l'augmentation de capital.

Les excédentaires sont celles qui ont globalement accru leurs ressources et qui sont en attente d'opportunités d'investissement et qui prévoient des décaissements importants. L'évolution décroissante de leur endettement fait également penser à un processus de désendettement qui s'engage de manière progressive.

6.2.3. Efficacité de la structure productive

La trésorerie accumulée par les entreprises leur permet de faire face aux responsabilités que suppose la mise en œuvre d'une politique de croissance ; c'est en tout cas ce que suggèrent les tableaux 6.17 et 6.15. En effet, les entreprises qui détiennent une trésorerie de type excédentaire ont un taux de croissance de leur liquidité qui est plus élevé que celui des autres firmes. Sur la nature exacte de la croissance qu'elles ont engagée, il est difficile de se prononcer sur la base de données générales puisque, apparemment, cela n'aboutit pas à des taux d'investissement réellement différents (schéma 6.3). En d'autres termes, dans une période de croissance, une trésorerie abondante est un facteur de sauvegarde pour les actionnaires. La solution de l'énigme peut être trouvée dans l'analyse au cas par cas des sociétés constituant chaque groupe d'entreprises[315]. D'une firme excédentaire à l'autre, on peut constater de très grandes différences de niveaux d'investissements physiques et financiers. Cela est dû à la spécificité de leur comportement en matière de trésorerie. Ceci implique, dans un premier temps, une

[315] Voir *infra*.

phase d'accumulation de trésorerie puis, dans un deuxième temps, une montée en charge du programme des investissements.

A cet égard, 1994 apparaît comme une année exceptionnelle de l'accumulation des liquidités et d'un retour de la croissance pour les excédentaires. En revanche, la période 1990-1993 est pour elles, la traduction d'une phase d'investissements stratégiques qui se manifeste par des investissements plus importants (schéma 6.3) et par une plus grande implication dans l'immatériel (tableau 6.18). Ce dernier argument peut s'expliquer de la manière suivante : les excédentaires déployant une structure financière plus axée sur la persistance de fonds propres devraient développer plus que les autres firmes les investissements en actifs spécialisés dans des domaines comme la recherche et développement, la formation, les brevets et les actions commerciales mais ce n'est pas le cas puisque les coûts de liquidation semblent plus importants pour les chefs d'entreprise. Ce résultat n'est donc pas conforme à la théorie des coûts de transaction (Williamson 1988) notamment en raison de l'insuffisance des données disponibles sur l'immatériel[316].

Une simple analyse du poids de l'ensemble des actifs immobilisés ne permet pas de dégager des tendances générales (tableau 6.19). Titman (1984) montre qu'il existe une influence positive de la structure financière sur la décision de liquidation d'une firme en considérant notamment des problèmes d'agence propres à l'entreprise. Cependant, il n'est pas surprenant que les firmes qui placent plus de dix mille francs de leur trésorerie avec des cash-flows importants, soient plus sujettes à la détention de titres de participation et de titres immobilisés (tableaux 6.14 et 6.16). Par conséquent, les risques de conflits d'intérêt sont plus grands pour les excédentaires.

[316] L'information sur l'immatériel relève de la stratégie des firmes de sorte qu'elles divulguent rarement tous les éléments permettant de l'apprécier. Certes, la position de la Banque de France, collectrice de ces données, lui permet d'accéder à des informations confidentielles. Mais, il ne faut pas oublier qu'il existe toujours des biais ; les firmes ne communiquent que les éléments qu'elles veulent bien communiquer. Il existe un fort degré d'asymétrie de l'information entre les deux parties en présence.

Tableau 6.14 : Evolution du taux des participations

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	1.19	1.15	1.23	1.05	0.93
Intermédiaires	1.37	1.21	1.39	1.15	1.30
Excédentaires	1.66	1.68	1.45	1.27	1.22

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes, entre les résiduelles et les intermédiaires sur toute la période et, entre les excédentaires et les résiduelles sur toute la période.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991,1993 et 1994.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entreles excédentaires et les intermédiaires en 1992.

Tableau 6.15 : Evolution du taux de variation des liquidités

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	0.25	0.006	-0.45	-0.14	-0.77
Intermédiaires	2.01	1.52	1.38	2.04	1.89
Excédentaires	3.87	3.18	4.43	4.09	5.50

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.16 : Evolution du poids des participations

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	1.75	1.92	2.05	2.16	2.25
Intermédiaires	2.37	2.51	2.69	2.91	3.09
Excédentaires	2.67	3.06	3.21	3.49	3.55

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période, entre les résiduelles et les intermédiaires sur toute la période et entre les résiduelles et les excédentaires sur toute la période.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les excédentaires et les intermédiaires sur toute la période.

Tableau 6.17 : Evolution du taux de croissance

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	9.08	4.43	1.47	-3.24	3.83
Intermédiaires	9.49	4.31	1.78	-2.71	5.70
Excédentaires	10.62	5.60	4.22	0.14	7.57

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1991, 1992, 1993, 1994 et, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1994.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les excédentaires sur toute la période et, entre les excédentaires et les intermédiaires sur toute la période.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990 et, entrdes résiduelles et les intermédiaires en 1990, 1991, 1992 et 1993.

Tableau 6.18 : Evolution du taux d'immatériel

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	0.66	0.86	0.87	0.87	0.85
Intermédiaires	0.66	0.92	0.95	0.95	0.87
Excédentaires	0.73	1.02	1.07	1.09	0.98

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1992, 1993 et 1994, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1992, entre les résiduelles et les excédentaires en 1993 et 1994 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1992 et 1994.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990 et 1991, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1990, 1991, 1993 et 1994,
entre les résiduelles et les excédentaires en 1994 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991 et 1992.

Tableau 6.19 : Evolution du poids des actifs immobilisés

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	58.63	59.41	60.23	62.02	62.63
Intermédiaires	58.76	59.44	60.06	61.19	61.64
Excédentaires	59.18	59.69	59.83	60.47	59.66

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* - Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1993 et 1994, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1993 et 1994, entre les résiduelles et les excédentaires en 1993 et 1991 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1993 et 1994.
- Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990, 1991, 1992, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1990, 1991 et 1992,. entre les résiduelles et les excédentaires en 1990, 1991 et 1992 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991 et 1992.

6.2.4. Analyse de l'effet de levier et de la politique de dividende

Le mouvement de nos groupes d'entreprises n'est pas incompatible avec la théorie de l'effet de levier ; les excédentaires génèrent plus de profits que les autres et peuvent se prévaloir d'un effet de levier plus élevé (tableau 6.24). Les actionnaires de ces dernières firmes réalisent un rendement considérable par rapport à ceux des résiduelles (tableau 6.21). L'analyse du taux de rentabilité nette du capital financier conduit à observer les mêmes tendances (tableau 6.22)[317]. La possession d'une trésorerie excédentaire est un facteur d'accentuation de la rentabilité économique.

Les excédentaires minimisent le coût de leurs dettes avant la prise en compte des produits financiers qui sont généralement très élevés par rapport aux autres. L'évolution du coût apparent de la dette fait donc apparaître une nette différence entre les trois groupes (tableau 6.23).

[317]Cette tendance est à étendre au taux de marge qui est un indicateur de la capacité bénéficiaire de la firme.
Voir : tableau B5 de l'annexe 3.

Tableau 6.20 : Evolution du taux de dividendes

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	11.53	12.02	12.58	15.48	14.80
Intermédiaires	13.00	14.42	15.19	24.71	23.66
Excédentaires	16.38	16.60	17.68	25.29	22.41

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.21 : Evolution du taux de rentabilité financière

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	4.99	3.37	1.36	-1.27	-0.32
Intermédiaires	7.83	6.17	4.23	2.60	4.37
Excédentaires	10.44	9.24	8.08	6.83	8.53

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.22 : Evolution du taux de rentabilité du capital financier

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	10.33	8.53	6.67	4.42	4.46
Intermédiaires	12.71	10.83	8.78	6.84	7.72
Excédentaires	15.56	13.84	12.18	10.85	12.03

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.23 : Evolution du coût de la dette

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	11.73	11.67	11.67	11.25	9.88
Intermédiaires	11.06	10.84	10.84	10.41	9.34
Excédentaires	10.76	10.46	10.47	10.09	9.09

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6.24 : Evolution de l'effet de levier

Année*	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	-1.82	-2.60	-3.52	-4.41	-3,43
Intermédiaires	-0.24	-1.01	-1.76	-2.08	-1.24
Excédentaires	1.05	0.47	0.03	-0.27	0.28

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Les excédentaires représentent l'archétype de firmes développant en leur sein une certaine flexibilité financière. Celle-ci s'explique par la convergence de nombreux faits dus à la présence de trésorerie excédentaire : forte rentabilité économique, effet de levier important et effet de garantie de la liquidité en réserve. De ce fait, une mauvaise gestion

de trésorerie peut avoir des conséquences graves en cas de situation de crise[318] car la détention de trésorerie excédentaire obère la rentabilité de l'entreprise possédant par ailleurs un coût du capital particulièrement élevé. Inversement, une faiblesse de la trésorerie augmente notablement le risque d'illiquidité.

Le tableau 6.20 met en évidence le fait que les excédentaires distribuent plus de dividendes que les autres firmes. En effet, cette décision de distribution de dividendes peut être expliquée de deux manières. Dans la théorie du "free cash flow", la distribution de dividendes est un moyen d'éliminer le gaspillage de trésorerie ; une firme endettée étant conduite à employer sa trésorerie pour assurer la charge de sa dette. Dès lors, les firmes qui peuvent exploiter leur excès de trésorerie choisissent de distribuer moins de dividendes lorsqu'elles peuvent dégager suffisamment de fonds internes pour financer de projets à valeur actuelle nette positive. Dans le cas contraire, elles doivent absolument mener une politique de distribution suffisamment attrayante pour obtenir la confiance des bailleurs de fonds externes. Or, Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) ont montré que les firmes qui retiennent une proportion importante de leurs bénéfices, ont un niveau d'investissements très sensible à la contrainte de liquidité. Le dividende est un indicateur d'une relative aisance de trésorerie (Malécot et Hamon 1986). *Ainsi, plus le rapport dividendes sur autofinancement est élevé, plus il est l'indication d'une asymétrie d'information importante qui oblige ainsi l'entreprise à consacrer une fraction significative de ses ressources à la combler au détriment éventuellement d'une politique optimale d'investissement, plus on peut s'attendre à ce que le taux d'endettement lui soit négativement relié* (Malécot 1992, p.8-9).

Les excédentaires vivent dans un environnement d'asymétrie d'information assez forte. Elles optent naturellement pour une plus forte distribution de dividendes pour éviter le renchérissement du coût du financement externe. En définitive, le comportement réel

[318]Notamment en cas de forte inflation.

des excédentaires de l'échantillon est très difficile à cerner. D'une part, leurs d privilégient la distribution de dividendes à laquelle les actionnaires sont très se l'asymétrie d'information justifie alors la volonté d'amasser de la trésorerie po même de mettre en œuvre des investissements. D'autre part, le risque de substitu actifs consécutif à la détention d'actifs financiers évolue inversement a d'endettement ; les conflits entre dirigeants et créanciers expliquent alors la cons d'une trésorerie excédentaire pour investir dans des projets parfois fantaisistes.

6.3. Résultats des régressions

D'après l'analyse descriptive ci-dessus, les firmes qui ont un comportement excéde sont non seulement plus autonomes que les autres mais elles sont en plus rentable lien entre la trésorerie et l'investissement se résume en peu de mots : financer croissance et flexibilité financière. L'objet de cette section est de valider l'hypothès travers différents modèles de régression. A partir de données de panel d'entreprise coupe transversale sur la période 1990-1994, on procède à un découpage détaill l'investissement correspondant à des niveaux divers de comportements en matière trésorerie. On montre ainsi que l'investissement engagé par chaque firme est li l'existence de cash-flow disponible et à la mise en œuvre d'une politique de placeme On s'intéresse plus précisément aux firmes excédentaires et à la façon dont el déploient leurs investissements compte tenu de la contrainte de liquidité et/ou de présence de fonds disponibles. Autrement dit, on cherche à comprendre si le lien entre trésorerie et l'investissement que prédit la variante 2 du modèle, est le fait d'excès trésorerie ou bien de la persistance de la contrainte de liquidité due à un coût excess des fonds externes.

6.3.1. Validation du modèle général

Le tableau 6.25 présente les paramètres estimés à partir de l'échantillon global et des trois groupes de détention de trésorerie. Il permet d'expliquer 21% de la variance des taux d'investissement de l'ensemble des entreprises. Tous les autres modèles présentés sont significatifs au seuil de 1‰ avec un R^2-ajusté qui est de 23% pour les excédentaires, de 21% pour les résiduelles et de 20% pour les intermédiaires[319]. Autant dire que les relations sont plus significatives pour les excédentaires. La relation entre le stock de valeurs mobilières de placement et l'investissement est négative pour les excédentaires, les intermédiaires et l'ensemble de l'échantillon ; quand l'investissement augmente, la firme transforme ses placements financiers à court terme en liquidités utilisables en terme de transactions. La relation négative, ainsi obtenue, corrobore les résultats trouvés par Vogt (1994) qui a utilisé un échantillon de 359 entreprises industrielles sur la période 1974-1990. Toutefois, il est surprenant d'observer ici qu'en cas de détention d'une trésorerie de type résiduel, la relation entre le taux de valeurs mobilières de placement et l'investissement devient positive.

L'investissement augmente la chance d'avoir dans le futur un flux de trésorerie disponible mais il nécessite aussi de disposer d'une trésorerie satisfaisante au moment de le faire. C'est pourquoi, les coefficients estimés exprimant le lien entre le flux de trésorerie disponible et l'investissement sont positifs et statistiquement significatifs.

En somme, il est difficile de dire à quelle obédience appartiennent ces entreprises : l'hypothèse de "pecking order" ou l'hypothèse de "free cash flow". Les signes des ratios du chiffre d'affaires sur le capital engagé confirment la théorie de l'accélérateur puisque l'investissement croît avec les besoins engendrés par la croissance de la production.

[319] On obtient par ailleurs une faible corrélation entre l'investissement, le stock de valeurs mobilières de l'année précédente (17%) et une corrélation plus importante entre l'investissement et le flux de trésorerie de l'année en cours (50%).
Voir : la matrice de corrélation du tableau B4 de l'annexe 5.

Tableau 6.25 : Modèle de régression pour les types d'entreprises

	Ensemble	Résiduelles	Intermédiaires	Excédentaires
N	45845	22930	17535	5380
F-Value	4093.719***	1077.569	1548.235***	553.346***
Adj. R-Sq	0.21	0.21	0.20	0.23
Constante	4.06	4.32	3.94	3.69
(T-test)	(72.72)***	(53.02)***	(44.86)***	(23.34)***
β_1	0.21	0.22	0.20	0.20
(T-test)	(85.74)***	(61.68)***	(52.06)	(29.72)***
β_2	-0.05	0.07	-0.04	-0.07
(T-test)	(-12.80)***	(5.86)***	(-8.83)***	(-9.75)***
β_3	0.005	0.004	0.005	0.008
(T-test)	(18.38)***	(10.54)***	(10.94)***	(7.67)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

6.3.2. Effet taille et effet secteur

D'emblée, il convient d'observer que tous les problèmes concernant la taille et le secteur ne sont pas des phénomènes nouveaux, quand bien même la finance d'entreprise n'a pas encore vraiment pu établir un lien précis entre eux et les performances des entreprises. Le tableau 6.26 soutient ainsi l'hypothèse d'effet taille qui s'exerce dans un sens contraire à la relation traditionnellement observée. Plus l'entreprise est grande et moins la firme a de chances de détenir un niveau élevé de trésorerie. Ceci va dans le sens de Moss et Stine (1989) puisque le niveau des actifs de trésorerie est inversement lié à l'importance du chiffre d'affaires ; les grandes firmes, peu risquées, détiennent moins de liquidités que les autres firmes en vertu de la baisse de leur demande de trésorerie précautionnelle (Frazer 1964). Le taux d'excédent net de trésorerie est également un indicateur discriminant de la taille (tableau 6.27) ; les entreprises de grande taille ont une probabilité importante d'en détenir un taux élevé. Les différences de moyennes sont statistiquement significatives au seuil de 5% sur l'ensemble des groupes mais les différences de moyennes deux à deux ne le sont pas toujours en raison des critères de segmentation de la population retenus.

Tableau 6.26 : Evolution du taux de trésorerie en fonction de la taille

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
CA < 20 MF	3083	11.67	11.91	10.94	10.72	10.86
CA 20-50 MF	2428	10.28	9.99	9.91	10.11	10.63
CA 50-500 MF	3074	9.07	8.95	8.85	9.40	9.47
CA > 500 MF	584	6.96	5.91	5.98	6.65	7.08

* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les quatre groupes sur toute la période, entre la taille 1 et la taille 3 en 1990 et 1991, entre la taille 1 et la taille 4 sur toute la période, entre la taille 2 et la taille 3 en 1994, entre la taille 2 et la taille 4 sur toute la période et, entre la taille 3 et la taille 4 sur toute la période.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre la taille 1 et la taille 2 sur toute la période, entre la taille 2 et la taille 3 en 1990, 1991 et 1992, entre la taille 1 et la taille 3 en 1992, 1993 et 1994, et, entre la taille 2 et la taille 3 en 1990, 1991, 1992 et 1993.

Tableau 6.27 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction de la taille

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
CA < 20 MF	3083	79.33	70.35	42.96	56.52	71.78
CA 20-50 MF	2428	90.28	76.22	86.06	60.03	65.72
CA 50-500 MF	3074	85.95	77.28	98.07	60.71	86.07
CA > 500 MF	584	133.38	142.10	104.10	118.54	152.38

* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les quatre groupes sur toute la période, entre la taille 1 et la taille 2 sur toute la période. entre la taille 1 et la taille 3 sur toute la période, entre la taille 1 et la taille 4 sur toute la période, entre la taille 2 et la taille 3 en 1994, entre la taille 2 et la taille 4 en 1990, 1991, 1992 et 1994 et, entre la taille 3 et la taille 4 en 1990, 1991 et 1994.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entrela taille 2 et la taille 3 en 1990, 1991, 1992 et 1993, entre la taille 2 et la taille 4 en 1990, 1991, 1992 et 1993 et, entre la taille 3 et la taille 4 en 1992 et 1993.

Tableau 6.28 : Modèle de régression en fonction de la taille des firmes

	Taille 1	Taille 2	Taille 3	Taille 4
N	15415	12140	15370	2920
F-Value	1270.510***	1155.559***	1393.0***	390.080***
Adj. R-Sq	0.19	0.22	0.21	0.28
Constante	3.84	4.43	4..21	3.13
(T-test)	(35.87)***	(38.61)***	(48.21)***	(22.22)***
β_1	0.21	0.23	0.20	0.16
(T-test)	(46.15)***	(46.48)***	(51.72)***	(23.30)***
β_2	-0.05	-0.06	-0.05	-0.05
(T-test)	(-7.14)***	(-7.09)***	(-7.31)***	(-4.26)***
β_3	0.006	0.004	0.004	0.009
(T-test)	(11.68)***	(7.82)***	(8.73)***	(11.69)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

Tableau 6.29 : Modèle de régression en fonction de la taille des excédentaires

	Taille 1	Taille 2	Taille 3	Taille 4
N	1525	1405	1960	490
F-Value	136.592***	169.232***	199.719***	88.765***
Adj. R-Sq	0.21	0.26	0.23	0.35
Constante	3.48	3.73	4.11	2.46
(T-test)	(9.69)***	(11.70)***	(17.44)***	(8.20)***
β_1	0.20	0.21	0.19	0.15
(T-test)	(13.61)***	(15.91)***	(19.42)***	(10.93)***
β_2	-0.08	-0.07	-0.08	-0.06
(T-test)	(-5.35***)	(-4.57)***	(-6.39)***	(-3.40)***
β_3	0.012	0.008	0.003	0.01
(T-test)	(4.98)***	(4.16)***	(2.65)***	(5.91)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

Si on se réfère à Audretsch et Elston (1994), la distinction en fonction de la taille des entreprises permet de vérifier que les plus petites entreprises, affrontant des restrictions traditionnellement plus sévères de la part des prêteurs, détiennent de ce fait plus de liquidités. La taille peut être présentée comme un indicateur de la contrainte de liquidité lorsque les firmes sont petites, mais elle peut être aussi un indicateur de présence de conflits d'agence lorsque les firmes sont grandes. En effet, les firmes de grande taille ont des structures d'actionnariat qui sont généralement très diversifiées et sont, par conséquent, enclines à faire face à des problèmes d'agence (Vogt 1994). Cependant, l'absence de variables de contrôle représentant les opportunités d'investissement, ne donne pas la possibilité de faire la part des choses. Par conséquent, les tableaux 6.28 et 6.29 confirment le sens des relations trouvées entre l'investissement et la trésorerie dans le modèle général. C'est la taille 4 qui obtient le R^2-ajusté le plus fort dans les deux cas[320]. Il semble pourtant que l'investissement est moins lié aux flux de trésorerie successifs lorsque la firme considérée est de type excédentaire. De la même manière, la relation entre l'investissement et l'encours de valeurs mobilières de placement est moins forte pour l'ensemble de l'échantillon que pour les excédentaires.

L'hypothèse de l'influence du métier est, semble-t-il, plus complexe à défendre. Les différences de moyennes des taux de trésorerie entre les secteurs industriels au niveau NAF16 paraissent statistiquement significatives au seuil de 5% et vérifient les résultats de Foster (1986) sur les données de Compustat. D'une façon générale, les industries des biens d'équipement sont celles qui réalisent les taux de trésorerie les plus élevés (tableau 6.30). Cependant, l'analyse du taux d'excédent net de trésorerie ne permet pas de conclure à l'existence d'un effet secteur (6.31). Les modèles de régression dans les tableaux 6.32 et 6.33 vont dans le sens des précédents constats et respectent les signes

[320]La faiblesse de l'effectif du groupe joue sans doute aussi dans ce résultat.

des relations définies : négatif pour le ratio du flux de trésorerie et positif pour le poids des valeurs mobilières de placement.

Tableau 6.30 : Evolution du taux de trésorerie en fonction des secteurs

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
EB : Industries agricoles et alimentaires	1291	9.15	9.01	9.11	9.74	9.91
EC : Industries des biens de consommation	1802	10.63	10.48	10.14	10.83	10.98
ED : Industrie automobile	198	8.78	8.23	7.86	8.18	9.93
EE : Industries des biens d'équipement	1700	14.54	13.98	13.32	13.11	13.0
EF : Industries des biens intermédiaires	4178	8.49	8.24	8.20	8.22	8.59

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les cinq secteurs sur toute la période, entre EB et EC en 1991, entre EB et ED en 1991, 1992 et 1993, entre EB et EE sur toute la période, entre EB et EF sur toute la période, entre EC et ED en 1990, 1991, 1992 et 1993, entre EC et EE sur toute la période, entre EC et EF sur toute la période, entre ED et EE sur toute la période et entre EE et EF sur toute la période.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre EB et EC en 1990, 1992, 1993 et 1994, entre EB et ED en 1990 et 1994, entre EC et ED en 1994 et, entre ED et EF sur toute la période.

Tableau 6.31 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction des secteurs

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
EB : Industries agricoles et alimentaires	1291	71.75	74.53	94.68	96.70	54.53
EC : Industries des biens de consommation	1802	104.26	96.80	86.21	54.14	82.94
ED : Industrie automobile	198	126.55	88.87	74.06	56.52	73.95
EE : Industries des biens d'équipement	1700	73.02	75.0	49.35	61.32	59.79
EF : Industries des biens intermédiaires	4178	90.04	73.79	78.41	56.97	95.33

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les cinq secteurs en 1991 et 1994, entre EB et EE en 1991, 1992, 1993 et 1994, entre EB et EF en 1994, entre EC et EE en 1991, 1992, 1993 et 1994, entre EC et EF en 1994, entre ED et EE en 1994 et, entre EE et EF sur toute la période.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre les cinq secteurs en 1990,entre EB et EC sur toute la période, entre EB et ED sur toute la période, entre EB et EE en 1990, entre EB et EF en 1990, 1991, 1992 et 1993, entre EC et ED sur toute la période, entre EC et EE en 1990, entre EC et EF en 1990, 1991, 1992 et 1993 entre ED et EE en 1990, 1991, 1992 et 1993 et, entre ED et EF sur toute la période.

Tableau 6.32 : Modèle de régression en fonction des secteurs

	EB	EC	ED	EE	EF
N	6455	9010	990	8500	20890
F-Value	609.800***	657.443***	112.789***	795.878***	2029.100***
Adj. R-Sq	0.22	0.17	0.25	0.21	0.22
Constante	4.17	3.95	4.23	2.85	4.32
(T-test)	(28.18)***	(28.52)***	(12.81)***	(23.18)***	(48.33)***
β_1	0.22	0.20	0.20	0.15	0.23
(T-test)	(31.61)***	(34.54)***	(14.36)***	(31.25)***	(60.39)***
β_2	-0.03	-0.02	-0.08	-0.03	-0.05
(T-test)	(-2.48)*	(-3.19)**	(-3.37)***	(-5.74)***	(-8.21)***
β_3	0.005	0.003	0.005	0.009	0.006
(T-test)	(9.74)***	(4.33)***	(3.36)***	(14.43)***	(10.77)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
*Statistiquement significative au seuil de 5%.
**Statistiquement significative au seuil de 1%.
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

Tableau 6.33 : Modèle de régression des excédentaires en fonction des secteurs

	EB	EC	ED	EE	EF
N	775	1160	95	880	2470
F-Value	101.581***	85.504***	24.568***	112.0***	268.932***
Adj. R-Sq	0.28	0.17	0.42	0.27	0.24
Constante	4.46	4.25	3.35	1.5	3.64
(T-test)	(12.01)***	(9.74)***	(2.08)*	(3.61)***	(15.36)***
β_1	0.24	0.21	0.23	0.13	0.19
(T-test)	(14.37)***	(12.11)***	(4.71)***	(8.16)***	(19.79)***
β_2	-0.08	-0.07	-0.14	-0.04	-0.08
(T-test)	(-3.83)***	(-3.84)***	(-3.70)***	(-2.90)**	(-6.78)***
β_3	0.003	0.002	0.011	0.01	0.01
(T-test)	(2.15)*	(0.74)	(0.84)	(7.72)***	(5.56)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
*Statistiquement significative au seuil de 5%.
**Statistiquement significative au seuil de 1%.
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

6.3.3. Effet groupe

L'appartenance à un groupe ou non est un facteur nettement discriminant du comportement de détention de trésorerie. Force est de constater que plus une entreprise fait partie d'une structure de groupe, moins elle a de chances de détenir de la trésorerie (tableau 6.34) et plus elle a de chances de générer de l'excédent net de trésorerie (tableau 6.35). Les différences de moyennes du poids des valeurs mobilières de placement et des flux de trésorerie entre les trois groupes sont statistiquement significatives au seuil de 5% sur toute la période. On peut observer que ce sont les entreprises têtes de groupes qui détiennent les taux de trésorerie les plus importants de même que le taux d'excédent net de trésorerie le plus important ; leur principale source de constitution d'une trésorerie excédentaire est le flux de trésorerie disponible. Dans les groupes, la politique de trésorerie et celle du financement s'effectuent au sein d'une même unité qui est généralement une société financière directement dépendante de la société tête de groupe ; la politique de centralisation de la trésorerie[321] conduit notamment à faire bénéficier de liquidités importantes les membres du groupe qui en ont besoin. Les firmes membres du

[321] La loi bancaire de 1984 autorise les opérations de trésorerie intra-groupe.

groupe bénéficient ainsi d'une double protection formelle et informelle ; celles-ci se différencient des firmes indépendantes par des performances financières spécifiques (Beau 1990). D'abord, les crises de liquidités sont rares dès lors que la société mère intègre sa fille dans sa stratégie globale. Ensuite, il est possible à la fille d'accéder à de nombreux financements au moindre coût. En somme l'appartenance au groupe diminue la contrainte de liquidité[322].

Les coefficients de régression sont élevés et statistiquement significatifs sauf pour la variable poids des valeurs mobilières de placement dans le cas d'une firme excédentaire (tableaux 6.36 et 6.37) ; ceci n'est pas en désaccord avec les conclusions de Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991). Ces résultats indiquent qu'en situation d'excès de trésorerie ou non, l'appartenance à un groupe réduit la sensibilité de l'investissement aux différentes fluctuations de la trésorerie.

Tableau 6.34 : Evolution du taux de trésorerie en fonction du statut des firmes

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
Indépendantes	7571	10.64	10.36	10.23	10.40	10.64
Filiales	203	8.30	7.94	8.11	8.82	9.26
Têtes de groupes	1395	7.64	7.35	6.72	7.07	7.26

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période, entre les têtes de groupes et les filiales sur toute la période et, entre les filiales et les indépendantes sur toute la période.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5%entre les têtes de groupes et les indépendantes sur toute la période.

Tableau 6.35 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction du statut des firmes

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
Indépendantes	7571	84.21	78.89	72.38	64.91	73.11
Filiales	203	124.10	151.90	147.69	58.30	164.54
Têtes de groupes	1395	102.60	68.77	90.14	52.02	105.78

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyennes statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990, 1991, 1992 et 1994, entre les têtes de groupes et les filiales en 1990, 1991, 1992 et 1994, entre les têtes de groupes et les indépendantes en 1990, 1991, 1992 et 1994 et, entre les indépendantes et les filiales en 1994.
- Différence de moyennes non significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1993,entre les têtes de groupes et les filiales en 1993, entre les têtes de groupes et les indépendantes en 1994 et, entre les indépendantes et les filiales en 1990, 1991, 1992 et 1993.

[322] Au niveau du groupe, la définition de la trésorerie comme l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement, peut paraître insuffisante. En effet, beaucoup de groupes déterminent cet agrégat en y ajoutant le montant des prêts rattachés à des participations et celui des immobilisations financières non consolidées. Ces immobilisations sont réputées être effectuées non pas dans le cadre de la stratégie industrielle mais dans le cadre d'une simple politique de placement diversifiée.

Tableau 6.36 : Modèle de régression en fonction du statut des firmes

	Indépendantes	Filiales	Têtes de groupes
N	37855	1015	6975
F-Value	3413.482***	105.563***	592.862***
Adj. R-Sq	0.21	0.23	0.20
Constante	4.10	2.76	4.11
(T-test)	(64.92)***	(9.56)***	(32.27)***
β_1	0.21	0.17	0.19
(T-test)	(77.82)***	(12.93)***	(34.32)***
β_2	-0.05	-0.03	-0.04
(T-test)	(-12.27)***	(-1.66)	(-3.96)***
β_3	0.005	0.008	0.003
(T-test)	(17.0)***	(3.96)***	(5.13)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).
*Statistiquement significative au seuil de 5%.
**Statistiquement significative au seuil de 1%.
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

Tableau 6.37 : Modèle de régression des excédentaires en fonction du statut des firmes

	Indépendantes	Filiales	Têtes de groupes
N	4340	325	715
F-Value	432.550***	57.875***	76.415***
Adj. R-Sq	0.22	0.35	0.24
Constante	3.90	2.56	3.03
(T-test)	(21.62)***	(5.27)***	(7.21)***
β_1	0.20	0.19	0.17
(T-test)	(26.83)***	(8.45)***	(10.02)***
β_2	-0.08	-0.09	-0.03
(T-test)	(-9.30)***	(-3.49)***	(-1.76)
β_3	0.007	0.016	0.008
(T-test)	(6.25)***	(4.44)***	(2.91)**

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).
*Statistiquement significative au seuil de 5%.
**Statistiquement significative au seuil de 1%.
***Statistiquement significative au seuil de 1‰.

* *
*

Cette étude a permis de confirmer la thèse explorée dans le cinquième chapitre selon laquelle la détention de trésorerie excédentaire par les entreprises est devenue un comportement structurel pour plus d'un cinquième des entreprises françaises. Si on considère uniquement les firmes excédentaires, il y a lieu d'observer deux modalités d'accumulation de la trésorerie excédentaire : la trésorerie discrétionnaire et la trésorerie non discrétionnaire pour faire face à la contrainte de liquidité issue du coût excessif des fonds externes. Les données utilisées ne permettent pas de faire la distinction entre ces deux comportements. La contrainte des coûts des différents financements pousse ainsi les excédentaires à préférer l'autofinancement à la dette d'une part, les dettes aux fonds propres externes d'autre part. De ce fait, la détention de trésorerie[323] malgré le coût de la dette ne peut pas être justifiée uniquement par l'existence d'un rendement implicite. Elle peut être aussi le fait de dirigeants qui cherchent à accroître leur richesse aux dépens des actionnaires en investissant le "free cash flow" de leurs firmes dans des investissements non rentables.

En définitive, l'investissement n'apparaît pas être déterminé indépendamment des variables financières, en particulier de la trésorerie et dans une moindre mesure de la politique de financement, de l'efficacité de la structure productive, de la rentabilité et de la croissance. *En présence d'asymétrie d'information et de problèmes d'agence une firme qui souhaite avoir une marge de manœuvre importante dans le cadre de sa politique d'investissement devrait contrôler la meilleure source de son autonomie c'est-à-dire la trésorerie tant en termes de stock que de flux*[324]. Ces résultats ne sont pas

[323] Il s'agit de trésorerie excédentaire, définie ici comme un stock non justifié par le besoin d'adéquation des recettes aux dépenses et dont la valeur actuelle nette n'est pas toujours nulle.

[324] Il va sans dire que cette autonomie implique d'accroître le potentiel en trésorerie chaque fois que la firme se trouve en face d'un financement peu coûteux. Elle ne doit pas attendre l'apparition d'opportunités d'investissement pour chercher un financement car c'est à ce moment là que les contraintes dues à l'asymétrie d'information deviennent grandes.

contradictoires avec ceux de Vogt (1994) qui porte précisément son attention su deux phénomènes explicatifs du lien entre les flux de trésorerie disponibl l'investissement c'est-à-dire le "free cash flow" de Jensen (1986) et l'hypothè "pecking order" de Myers et Majluf (1984). Plus les entreprises sont petites et plus détiennent un poids important de trésorerie. En cela, il suffit d'observer que entreprises de petite taille sont plus risquées, elles détiennent plus de liquidit présence d'asymétrie d'information notamment parce qu'elles rencontrent plu restrictions face au crédit ; il apparaît en second lieu que les entreprises de grande ont de faibles liquidités qui traduisent la baisse de leur demande de trésorerie en du motif de précaution. Enfin, la structure de groupe suggère l'existence de prob d'agence qui favorisent moins une liaison entre l'investissement et la trésorerie.

L'inconvénient de cette approche est l'usage exclusif de données comptables et l'ab d'une série longue. On s'est contenté de mettre en évidence le sens des liaisons ex entre l'investissement et la trésorerie en coupe transversale. En outre, les mesures liquidité sont probablement biaisées puisqu'on n'intègre pas dans le modèle de b variables représentant les opportunités d'investissement.

Conclusion de la deuxième partie

Au terme de cette deuxième partie, il apparaît que la trésorerie peut être décrite comme une variable stratégique pour les firmes qui détiennent une trésorerie de nature excédentaire.

D'un point de vue méthodologique, on a repris le concept "empirique" d'endettement financier net pour en étudier les fondements théoriques et pratiques. A priori, ce concept est fondé sur une hypothèse de compensation qui accorde un rôle stratégique à la trésorerie lorsque celle-ci est excédentaire.

D'un point de vue empirique, on montre que les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement ont de meilleures performances financières que celles qui n'en détiennent pas. Par ailleurs, celles qui détiennent significativement des valeurs mobilières de placement et qui génère des flux de trésorerie important devront avoir un comportement particulier en matière d'investissement. Cette dernière relation passe nécessairement par la prise en compte de la contrainte de liquidité ou du "free cash flow".

En fin de compte, l'analyse du pouvoir explicatif de la trésorerie conduit à faire des observations en matière de gestion de trésorerie.

- une entreprise en bonne santé qui détient une trésorerie excédentaire devrait voir ses performances s'améliorer dans le temps ;
- une entreprise en mauvaise santé ne doit pas détenir une trésorerie excédentaire pour ne pas aggraver sa situation financière ;
- une entreprise en situation de "free cash flow" doit verser des dividendes pour éviter des investissements de type discrétionnaire ;
- une entreprise avec une forte contrainte de liquidité a intérêt à détenir une trésorerie excédentaire pour financer les opportunités d'investissement rentables.

Conclusion générale

CONCLUSION GENERALE

Cette thèse sur le comportement des entreprises industrielles en matière de trésorerie est construite autour de deux parties de trois chapitres indépendants :

- le premier chapitre traite de l'environnement de la fonction de trésorerie,
- le deuxième chapitre fait une revue de la littérature,
- le troisième chapitre débouche sur la mise en évidence de deux hypothèses relatives à la performance financière et à la politique d'investissement,
- le quatrième décrit une nouvelle méthodologie d'analyse,
- et enfin le quatrième et le cinquième chapitre permettent de valider les deux hypothèses du quatrième chapitre.

Parmi les variables qui affectent les variables financières de l'entreprise, la trésorerie est une de celles dont l'influence est la plus importante. Toute firme doit donc décider du montant de ses ressources à détenir en actifs de trésorerie en tenant compte de la rentabilité implicite correspondant aux options de croissance à venir. Le rendement implicite dont il est question, s'oppose résolument à la conception classique qui considère la trésorerie comme un actif sans risque et donc à valeur actuelle nette nulle. Le modèle de la firme des années 90 est celui d'une firme qui s'est adaptée aux exigences d'un environnement économique caractérisé par la globalisation des échanges de biens et de services, la mutation financière et un climat de crise économique. Cette situation accentue l'asymétrie de l'information entre les différentes parties prenantes de l'entreprise. De ce fait, la firme génère d'énormes risques financiers, qui peuvent parfois obérer notablement sa rentabilité économique. Elle doit anticiper de plus en plus la contrainte de liquidité. Ce dernier élément est devenu un facteur de compétitivité des entreprises dans leurs dimensions de flexibilité et de réactivité.

Dans le premier chapitre, on a essayé de traiter d'une manière homogène des questions extrêmement délicates et gênantes qui auraient pu désorienter le lecteur et donc risquer de faire dévier la recherche de son objectif initial. Il s'agit, par exemple, des questions concernant l'intégration de la fonction de trésorerie dans une théorie des organisations, la finalité de l'entreprise, la globalisation financière et les conséquences de la "financiarisation" des firmes, le phénomène d'arbitrage entre les investissements productifs et les investissements en trésorerie et, l'évolution de la fonction de trésorerie.

Le deuxième chapitre a permis de rassembler par thèmes un nombre important de travaux écrits sur la trésorerie. Ceci conduit à élaborer, dans le troisième chapitre, un cadre théorique du pouvoir explicatif de la trésorerie. On se place ainsi dans le sillage des travaux économiques et financiers qui cherchent à montrer que la trésorerie est un élément explicatif de la valeur de l'entreprise et non une simple variable d'ajustement. Une des difficultés à laquelle on a fait face lors de la mise en œuvre des hypothèses de recherche est le principe de circularité. *A priori,* on cherche à expliquer les performances financières et la politique d'investissement de la firme par l'agencement de son système de trésorerie. Or, une analyse rapide des relations montre que la réciproque est tout à fait défendable. En tout état de cause, le traitement de la trésorerie comme une variable à expliquer aurait conduit à faire une thèse sur la gestion de trésorerie. Ceci n'aurait pas véritablement constitué une idée originale de recherche puisque cela a déjà été fait par de nombreux auteurs, notamment au travers de modèles partiels.

Il faut garder à l'esprit que cette recherche s'est faite à partir du constat de "financiarisation" des entreprises ainsi que de l'utilisation par certaines d'entre elles de l'indicateur d'endettement financier net. Par conséquent, avant de tester les hypothèses de la thèse, on a posé les bases méthodologiques de cet indicateur dans le quatrième chapitre. Bien qu'elle soit élémentaire dans sa version de base, la procédure de calcul de

l'endettement financier net met en jeu des considérations comptables et financières très complexes qui impliquent des discussions sur la mesure de la trésorerie dans le sens où il y a de plus en plus d'actifs financiers assimilables à de la monnaie tant au niveau de leur liquidité qu'au niveau de leur fongibilité. De variable passive à variable active, la trésorerie tend à devenir un outil stratégique qui prend une place prépondérante au sein de la gestion financière de l'entreprise. Sur le plan de l'analyse financière, le concept d'endettement financier net permet de nuancer ou de compléter l'analyse traditionnelle, en particulier pour des firmes qui présentent des caractéristiques de détention de trésorerie très marquées ; le concept classique de l'endettement reste acceptable dans la plupart des cas. De cette manière, l'analyse financière a été utilisée comme un objet de recherche.

Les deux chapitres suivants ont ensuite conduit à valider deux hypothèses. En premier lieu, le cinquième chapitre a permis de montrer que la détention de valeurs mobilière de placement en tant que mesure globale de la trésorerie excédentaire est un signal de bonnes performances financières. En effet, les firmes à valeurs mobilières de placement ont de meilleures performances que les autres. En second lieu, le sixième chapitre a permis d'étendre la notion de trésorerie excédentaire à celle plus générale de flux de trésorerie disponible avant de conclure qu'elle est un déterminant important de l'investissement. Toutefois, des effets peuvent perturber ces relations. Il s'agit de l'effet taille, de l'effet secteur et de l'appartenance à un groupe. En effet, les entreprises membres d'un groupe détiennent moins de stock de trésorerie que leurs homologues ; ces dernières sont contraintes par leur liquidité. De même, les petites entreprises sont plus sensibles à leur liquidité que les grandes entreprises ; c'est pourquoi, elles détiennent en général plus de liquidités. En outre, les grandes entreprises développent souvent en leur sein des problèmes d'agence. Il apparaît, enfin, que certains secteurs se caractérisent par des spécificités en matière d'investissement. Dans le modèle général,

notamment lorsque la firme est de type excédentaire, il existe une relation positive entre l'investissement et les flux de trésorerie d'une part, une relation négative entre l'investissement et la détention de valeurs mobilières de placement d'autre part. De ce fait, il est possible de conclure que la détention de trésorerie ne se justifie pas exclusivement par l'existence d'un rendement implicite mais également par la persistance de problèmes d'agence.

Les résultats empiriques obtenus doivent être relativisés dans la mesure où les données comptables présentent certaines limites quand bien même elles sont exploitées après l'application de procédures de retraitement très approfondies de la Banque de France, éprouvées par une expérience de plusieurs années[325]. Tout d'abord, les données utilisées dans ces études ne sont pas déflatées, la trésorerie hors-bilan n'est pas connue et les taux de trésorerie calculés n'intègrent pas toujours la notion de stock moyen. Ceci peut, en effet, introduire des biais comptables. La mesure de la trésorerie est donc difficilement observable. L'analyse financière a ainsi été utilisée comme un instrument de recherche pour étudier le comportement en matière de trésorerie des entreprises industrielles. L'étude de son pouvoir explicatif sur les performances financières peut paraître frustre parce que la notion de performance en elle-même comporte certaines ambiguïtés. La performance financière est une démarche globalisante de la firme mais partielle de l'analyse de ses performances globales ; elle ne saurait être grossièrement assimilée à une combinaison de quelques indicateurs financiers. Face à ces limites dues aux données et aux mesures, la référence à la politique d'investissement a permis d'ouvrir un champ d'analyse plus large recouvrant le développement de la firme[326]. Cette démarche

[325] Il faut souligner la spécificité du contexte français avec ses lois et ses règlements sur les sociétés et, ses normes bancaires.

[326] Le sixième chapitre renforce les résultats du cinquième chapitre. A l'évidence, le rapprochement entre l'investissement et la trésorerie pose la question du redéploiement d'un emploi vers un autre emploi et de l'affectation d'une ressource à un emploi. Cela peut se résumer en un processus de financement interne ; le stock de trésorerie accumulé est la résultante de l'ensemble des fonds d'origine interne et externe retenus au sein de la firme alors que le flux de trésorerie est généré au cours de chaque exercice.

s'attache en effet à mettre en évidence l'aptitude de l'entreprise à assumer ses engagements du point de vue de l'analyste (rémunération des actionnaires, risque de perte pour les créanciers,...) tout en s'appliquant à l'ensemble des activités et des produits de l'entreprise considérée comme une unité économique distincte. La spécificité de la Centrale de Bilans de la Banque de France peut être une source de biais à cause du caractère de volontariat du mode de collecte des données. En définitive, les typologies du comportement en matière de trésorerie construites à partir de données comptables peuvent paraître suspectes dans la mesure où l'on considère qu'un phénomène recouvre généralement des angles multidimensionnels.

Les définitions de la notion de trésorerie que l'on a adoptées dans cette étude peuvent aussi paraître restrictives pour certains types d'entreprises. La piste de recherche du meilleur indicateur qui éclaire le mieux le phénomène de détention de trésorerie excédentaire est à privilégier. Il s'agit aussi d'évaluer la nature des liaisons qui unissent la trésorerie et les autres variables financières. L'utilisation de données de marché plus portées vers le futur de l'entreprise permettra, dans des études ultérieures, d'isoler les biais comptables liés à l'application de la convention du coût historique et des principes comptables. Cela conduira à intégrer des indicateurs de mesure des opportunités de croissance. Il faudra également déterminer des mesures plus robustes de l'excès de trésorerie en tenant compte des motivations réelles des firmes dans leurs décisions relatives à la politique de trésorerie. Il sera utile dans ce cas de procéder à des interviews approfondis de trésoriers et de leurs tâches de manière à développer une théorie de la firme. Enfin, l'analyse du couple produits-marchés et la décomposition de chaque entreprise en portefeuille de segments d'activité permettra d'étudier d'une manière plus fine le comportement en matière de trésorerie des entreprises, sachant que le

---

L'investissement, s'il est rentable, ne peut se faire que si les moyens de le financer au moindre coût existent et si la capacité d'endettement de la firme concernée est suffisante.

management stratégique fait appel à une vision *a priori* sur les performances future la firme.

En définitive, la méthodologie d'analyse financière proposée dans cette thèse cons un cadre d'analyse des entreprises détenant une trésorerie excédentaire. Son applica par les analystes et les chercheurs permettra d'observer ses défauts et de la faire évol Par ailleurs, le cadre théorique et empirique fourni est un point de départ vers modélisation d'ensemble du comportement des entreprises en matière de trésorerie.

Listes des tableaux, des schémas et des encadrés

LISTES DES TABLEAUX, DES SCHEMAS ET DES ENCADRES

Liste des tableaux

Tableau 3.1. : Profils de trésorerie 101
Tableau 4.1 : Evolution de la structure des placements financiers et des dettes nettes des sociétés et des quasi-sociétés en fin d'année 146
Tableau 4.2 : Bilan pool de fonds adapté 164
Tableau 4.3 : Tableau du capital engagé net - entreprise A 164
Tableau 4.4: Combinaisons pour la gestion de L'EFN 170
Tableau 4.5 : Tableau des emplois et ressources - entreprise B 173
Tableau 4.6 : Tableau de flux de trésorerie - entreprise C 174
Tableau 5.1 : La situation financière des sociétés et quasi-sociétés (1984-1992) 179
Tableau 5.2 : Nombre des entreprises en fonction de la typologie du placement 194
Tableau 5.3 : Nombre des entreprises en fonction de la typologie du placement et de la modalité de la croissance 195
Tableau 5.4 : Matrice de corrélation des taux de trésorerie (données de 1992) 183
Tableau 5.5 : Evolution de la trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total 198
Tableau 5.6 : Trésorerie des entreprises par rapport à l'actif total par secteur 200
Tableau 5.7 : Trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total en fonction de la taille 202
Tableau 5.8 : Evolution du taux de trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total en fonction de la modalité de croissance 203
Tableau 5.9 : Corrélation de rang entre le taux de trésorerie et différents ratios financiers 205
Tableau 5.10 : Evolution du taux de rentabilité brute globale 205
Tableau 5.11 : Evolution du poids des intérêts 206
Tableau 5.12 : Evolution du taux d'endettement 206
Tableau 5.13 : Evolution du taux d'autofinancement 207
Tableau 5.14 : Evolution du poids des BFR 208
Tableau 5.15 : Evolution du taux d'investissement productif 209
Tableau 5.16 : Evolution du taux d'équipement par salarié 209
Tableau 5.17 : Caractéristiques de la situation financière des entreprises 212
Tableau 5.18 : Evolution du taux d'endettement net 214
Tableau 5.19 : Evolution du poids des intérêts nets 215
Tableau 6.1 : Nombre d'entreprises en fonction des secteurs 224

Tableau 6.2 : Evolution du taux de trésorerie suivant l'importance des valeurs mobilières de placement 234
Tableau 6.3 : Evolution du taux d'investissement suivant l'importance des valeurs mobilières de placement 234
Tableau 6.4 : Typologie de comportement en matière de trésorerie 234
Tableau 6.5 : Evolution du taux d'endettement 242
Tableau 6.6 : Evolution de la capacité d'endettement 242
Tableau 6.7 : Evolution du taux de variation de l'endettement 242
Tableau 6.8 : Evolution du taux de variation des fonds propres externes 242
Tableau 6.9 : Evolution du taux d'accumulation 245
Tableau 6.10 : Evolution du taux d'autofinancement 245
Tableau 6.11 : Evolution du poids des BFR 245
Tableau 6.12 : Evolution du financement courant des BFR 245
Tableau 6.13 : Evolution de la couverture des capitaux investis 242
Tableau 6.14 : Evolution du taux des participations 248
Tableau 6.15 : Evolution du taux de variation des liquidités 248
Tableau 6.16 : Evolution du poids des participations 248
Tableau 6.17 : Evolution du taux de croissance 248
Tableau 6.18 : Evolution du taux d'immatériel 248
Tableau 6.19 : Evolution du poids des actifs immobilisés 249
Tableau 6.20 : Evolution du taux de dividendes 250
Tableau 6.21 : Evolution du taux de rentabilité financière 250
Tableau 6.22 : Evolution du taux de rentabilité du capital financier 250
Tableau 6.23 : Evolution du coût de la dette 250
Tableau 6.24 : Evolution de l'effet de levier 250
Tableau 6.25 : Modèle de régression pour les types d'entreprises 254
Tableau 6.26 : Evolution du taux de trésorerie en fonction de la taille 255
Tableau 6.27 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction de la taille 255
Tableau 6.28 : Modèle de régression en fonction de la taille des firmes 255
Tableau 6.29 : Modèle de régression en fonction de la taille des excédentaires 255
Tableau 6.30 : Evolution du taux de trésorerie en fonction des secteurs 257
Tableau 6.31 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction des secteurs 257
Tableau 6.32 : Modèle de régression en fonction des secteurs 257
Tableau 6.33 : Modèle de régression en fonction des secteurs des excédentaires 258
Tableau 6.34 : Evolution du taux de trésorerie en fonction du statut des firmes 259
Tableau 6.35 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction du statut des firmes 259
Tableau 6.36 : Modèle de régression en fonction du statut des firmes 260
Tableau 6.37 : Modèle de régression des excédentaires en fonction du statut des firmes 260

Liste des schémas

Schéma 0.1 : Démarche de recherche 14
Schéma 3. 1 : Système de trésorerie 106
Schéma 4.1 : Formation de l'ETI 126
Schéma 4.2 : Evolution de l'endettement financier net avec trésorerie variable 154
Schéma 4.3 : Evolution de l'endettement financier net semblable à l'endettement brut 154
Schéma 4.4 : Evolution de l'endettement financier net avec endettement brut stable 155
Schéma 4.5 : Evolution de l'endettement financier net et endettement brut en baisse 155
Schéma 4.6 : Evolution de l'endettement financier net avec trésorerie zéro 155
Schéma 4.7 : Evolution de l'endettement financier net avec trésorerie en baisse 155
Schéma 4.8 : Evolution de l'endettement financier net avec trésorerie élevée constante 155
Schéma 6.1 : Taux de trésorerie (moyenne et médiane) 240
Schéma 6.2 : Taux d'excédent net de trésorerie (moyenne et médiane) 240
Schéma 6.3 : Taux d'investissement (moyenne et médiane) 240

Liste des encadrés

Encadré 1.1 : Les conséquences de la mondialisation des marchés financiers sur les firmes 27
Encadré 4.1 : Comptabilisation des principales opérations de trésorerie 124
Encadré 4.2. : Calcul de l'excédent de trésorerie net d'investissements 128
Encadré 4.3 : Les ratios de trésorerie et de liquidité 141
Encadré 4.4 : Les agrégats de la comptabilité nationale 144
Encadré 4.5 : Méthode simple 151
Encadré 4.6 : Méthode des groupes 160
Encadré 4.7 : La nouvelle règle de l'équilibre financier 166
Encadré 4.8 : Quelques ratios d'analyse par la méthode de l'EFN 168
Encadré 5.1 : Les ratios comptables de la performance 184
Encadré 6.1 : Les ratios financiers d'analyse du développement 231

Sigles, abréviations et glossaire des principaux termes

SIGLES, ABREVIATIONS ET GLOSSAIRE DES PRINCIPAUX TERMES

Sigles et abréviations

CBC : Concours bancaires courants.
CDB : Centrale de Bilans de la Banque de France.
CNC : Conseil National de la Comptabilité.
CNC : Conseil National du Crédit.
CNPF : Confédération Nationale du Patronat Français.
COB : Commission des Opérations de Bourse.
EFB : Endettement financier brut.
EFN : Endettement financier net.
EENE : Effets escomptés non échus.
FASB : Financial Accounting Standards Board.
FIBEN : Fichier Bancaire des ENtreprises de la Banque de France.
IAS : International Accounting Standards.
IASC : International Accounting Standards Committee.
INSEE : Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques.
OCDE : Organisation de Coopération et de développement Economiques.
OECCA : Ordre des Experts Comptables et Comptables Agrées.
OPA-OPE : Offre publique d'achat et offre publique d'échange.
PCG : Plan comptable 1982 ou plan comptable 1957.
SFAC : Statement Financial Accounting Concepts.
SFAS : Statement Financial Accounting Standards.

Glossaire des principaux termes

Collatéral : Actifs de trésorerie agissant comme une caution auprès des créanciers. La trésorerie est une bonne garantie pour les entreprises qui en détiennent. Dans ce cas, on suppose que ce stock de trésorerie ne doit pas être utilisé pour un autre service.

Contrainte de liquidité : Incertitude engendrant la nécessité pour une entreprise de se constituer des réserves de liquidités, notamment en raison des conflits d'intérêts entre les parties prenantes de la firme. Dans leurs décisions d'investissements, les petites entreprises qui ont un accès limité aux marchés financiers sont plus sensibles à la contrainte de liquidité que les grandes entreprises.

Endettement financier brut (EFB) : Somme des émissions obligataires, des autres emprunts, des emprunts participatifs, des emprunts bancaires (dont financement par crédit-bail), des crédits bancaires courants (y compris les effets escomptés non échus), et de "groupe et associés" dans dettes financières. Il s'agit d'un concept de la Centrale de Bilans de la Banque de France.

Endettement financier net (EFN) : Agrégat comptable qui est égal à l'endettement financier brut moins la trésorerie "actif".

Engagement crédible : Dans une situation risquée, l'entreprise a intérêt à fournir des garanties pour limiter ses risques. La première des garanties qu'elle peut offrir est l'exposition d'un otage immédiatement délivrable, soit un volume important de liquidités.

Excédent de trésorerie net (ETI) : Excédent net d'investissements. C'est le cash-flow total après impôt dégagé par la société qu'elle met à la disposition de tous ses bailleurs de fonds, créanciers comme actionnaires.

Firme liquide : Firme détenant des actifs dont la liquidité c'est-à-dire l'aptitude à se transformer en trésorerie est importante. La valeur de liquidation des actifs est élevée.

Free cash flow : Défini comme le flux de trésorerie disponible en excès de ce qui est nécessaire pour financer tous les projets à valeur actuelle nette positive avec un coût du capital raisonnable. C'est un concept abstrait difficilement mesurable avec des données comptables.

Investissement : Augmentation d'actifs productifs. En tant qu'acquisition de moyens de production, il est la manifestation de la croissance et du développement. Il est enfin relatif à la structure et au volume global des actifs existants.

Paradoxe de la liquidité : Contradiction entre les deux principales fonctions de la trésorerie. Le paradoxe de la liquidité réside dans le fait que la trésorerie peut servir non seulement comme une garantie des actifs en place mais aussi comme un moyen de financement de nouveaux actifs.

Performance financière : Combinaison de plusieurs variables financières relatives à la rentabilité des capitaux investis, à la politique d'endettement, à la politique d'autofinancement et à la gestion du crédit interentreprises. Il y a performance quand les différents indicateurs s'améliorent.

Trésorerie "actif" : Postes comptables assimilables à des liquidités. Par trésorerie "actif" ou "actifs liquides", il faut entendre l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Toutefois, dans le contexte des groupes, les prêts et créances rattachés à des participations peuvent être considérés comme de la trésorerie. D'un point de vue conceptuel, la trésorerie peut être vue comme un emploi ou une ressource en attente d'allocation.

Trésorerie d'activité : Type de trésorerie détenue par l'entreprise dans l'exercice normal de ses activités c'est-à-dire pour maintenir son équilibre financier.

Trésorerie d'ajustement : Part du stock de trésorerie qui suffit à réaliser l'équilibre entre l'ensemble des recettes et des dépenses. Il s'agit d'une trésorerie vitale (ou "minimale") pour l'entreprise.

Trésorerie d'opportunité : Trésorerie détenue par l'entreprise qui lui permet d'avoir les moyens de saisir des opportunités d'investissement rentables. Il s'agit d'une ressource en attente d'allocation.

Trésorerie de précaution : Illustration du motif de détention de trésorerie justifié par l'incertitude planant sur l'activité d'une entreprise à cause de l'environnement économique (évolution défavorable des taux d'intérêt, de l'inflation, du chômage, de la croissance...) et de la nature de son objet social (secteur à haut risque ou secteur peu risqué). La trésorerie qui résulte permet de faire face à des événements imprévus.

Trésorerie de spéculation : Illustration du motif de détention de trésorerie conduisant à profiter des opportunités liées à l'évolution des taux. La trésorerie qui en résulte permet de mettre en œuvre la gestion d'un centre de profit.

Trésorerie de transaction : Illustration du motif de détention de trésorerie né de l'écart temporel qui sépare les encaissements et les décaissements consécutifs aux flux monétaires. La trésorerie qui en résulte doit permettre une adéquation des recettes aux dépenses.

Trésorerie discrétionnaire : Type de trésorerie détenue par l'entreprise dont les dirigeants ont une position de force qui les conduit à privilégier leur propre intérêt (désir d'obtention d'avantages en nature, en plus de leur rémunération). Elle sert à engager des investissements non directement rentables tels que la construction de bureaux spacieux, l'achat d'avions somptueux, l'acquisition de véhicules de société luxueux, etc.

Trésorerie excédentaire : Part de la trésorerie "actif" détenue par une entreprise au delà de ce qui est nécessaire pour assurer les paiements dus aux décalages. Elle donne à l'entreprise le droit de financer à tout moment des opportunités d'investissement ou des événements imprévus. Il s'agit d'un concept abstrait qui peut être appréhendé comptablement par des variables mixtes.

Trésorerie hors-bilan : Définition de la trésorerie "actif" qui ignore la trésorerie non apparente au bilan. Les éléments hors-bilan tels que les lignes de crédits confirmées non utilisées, la capacité d'endettement non utilisée et le montant des engagements liés à des accords formels ou informels entre l'entreprise et les parties prenantes représentent la trésorerie hors-bilan. Il s'agit d'une trésorerie potentielle.

Trésorerie nette : Montant de la trésorerie "actif" moins les concours bancaires courants. C'est le concept de trésorerie adopté par le PCG 82.

Théorie de la préférence des sources de financement : Donne une préférence à l'autofinancement par rapport à la dette qui est elle-même préférable aux fonds propres. Cette thèse dite du "pecking order" conduit à dire que les entreprises qui génèrent des profits, remboursent par priorité leurs dettes et placent leurs excédents. En cas de pertes, elles vendent d'abord leurs titres de placement et diminuent leurs encaisses.

Annexe :

Annexe 1 : Tableaux relatifs à l'étude sur le lien entre trésorerie et performances financières

Annexe 2 : Analyse d'évolution à partir de la méthodologie classique et de l'endettement net

Annexe 3 : Tableaux relatifs à l'étude sur le lien entre trésorerie et investissement

ANNEXE

Annexe 1 : Tableaux relatifs à l'étude sur le lien entre trésorerie et performances financières

Tableau A1 : Evolution de la trésorerie des entreprises industrielles par rapport au chiffre d'affaires)

Statistiques* (%)	Moy.	Q1	Méd.	Q3	Ecart-type.
1988	5.02	0.44	1.97	6.19	7.56
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.78	0.25	1.18	3.45	4.52
Groupe 2 (VMP > 0)	9.81	2.09	6.61	13.69	10.12
1989	5.09	0.41	1.90	6.33	7.82
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.68	0.21	1.04	3.22	4.48
Groupe 2 (VMP > 0)	10.13	2.18	6.90	14.27	10.46
1990	5.22	0.36	1.92	6.55	7.94
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.62	0.17	0.99	3.16	4.46
Groupe 2 (VMP > 0)	10.48	2.55	7.24	14.82	10.46
1991	5.42	0.34	1.90	6.85	5.42
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.55	0.15	0.89	2.96	4.49
Groupe 2 (VMP > 0)	10.99	2.80	7.61	15.50	10.83
1992	5.82	0.32	1.86	7.25	9.05
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.57	0.14	0.82	2.77	4.92
Groupe 2 (VMP > 0)	11.73	2.79	8.15	8.15	11.53

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Tableau A2 : Evolution de la trésorerie des entreprises industrielles par rapport à la dette financière

Statistiques* (%)	Moy.	Q1	Méd.	Q3	Ecart-type.
1988	47.61	1.89	10.16	46.08	81.96
dont Groupe 1 (VMP=0)	26.27	1.07	5.72	20.19	57.19
Groupe 2 (VMP > 0)	93.40	9.43	45.78	145.38	105.08
1989	47.98	1.74	9.45	46.42	83.35
dont Groupe 1 (VMP=0)	25.21	0.95	4.85	19.31	57.12
Groupe 2 (VMP > 0)	95.52	10.53	47.45	154.58	106.29
1990	48.93	1.52	9.66	48.66	83.80
dont Groupe 1 (VMP=0)	24.18	0.70	4.64	19.07	55.06
Groupe 2 (VMP > 0)	99.12	11.89	52.38	161.54	106.57
1991	51.39	1.85	9.34	52.08	87.47
dont Groupe 1 (VMP=0)	24.71	0.63	3.96	17.47	58.32
Groupe 2 (VMP > 0)	102.94	12.83	55.41	55.41	108.78
1992	53.15	1.32	9.12	55.22	89.26
dont Groupe 1 (VMP=0)	24.33	0.56	3.66	16.28	58.52
Groupe 2 (VMP > 0)	105.66	13.49	58.96	181.03	109.42

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Tableau A3 : Evolution de la trésorerie nette des entreprises industrielles en KF

Statistiques*	Moy.	Q1	Méd.	Q3	Ecart-type
1988	-2 943	-4 542	-666	1 231	147 236
dont Groupe 1 (VMP=0)	-7 487	-5 550	-1 409	150	43 767
Groupe 2 (VMP > 0)	6 807	-1 525	1 420	5 554	252 900
1989	-5 337	-4 593	-705	1 244	104 387
dont Groupe 1 (VMP=0)	-8 040	-5 869	-1 478	90	47 862
Groupe 2 (VMP > 0)	304	-1 402	1 420	5 397	169 768
1990	-5 329	-4 459	-583	1377	130 751
dont Groupe 1 (VMP=0)	-8 742	-5 900	-1 492	96	52 951
Groupe 2 (VMP > 0)	1 589	-792	1 639	5 776	214 507
1991	-4 130	-4 162	-485	1 499	137 636
dont Groupe 1 (VMP=0)	-8 312	-5 745	-1 541	78	51 800
Groupe 2 (VMP > 0)	3 950	-393	1 810	6171	224 218
1992	-2 462	-3 953	-451	1 656	146 785
dont Groupe 1 (VMP=0)	-8 444	-5 562	-1 474	68	74 594
Groupe 2 (VMP > 0)	8 434	-157	1 895	6 665	224 680

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Tableau A4 : Evolution de la trésorerie des entreprises en fonction de la typologie du placement et du score

Année	1988	1989	1990	1991	1992
H1 : G1 et score défav.	2.11	2.16	2.23	2.01	1.87
H2 : G1 et score interm.	2.41	2.45	2.25	2.02	1.88
H3: G1 et score fav.	4.24	4.03	3.92	3.78	3.76
H4 : G2 et score défav.	6.39	6.24	6.33	7.13	6.69
H5 : G2 et score interm.	3.82	4.93	4.43	5.69	6.80
H6 : G2 et score fav.	11.98	12.23	13.73	13.02	13.46

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 décembre 1994).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes.

Tableau A5 : Trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total par secteur T40 et en fonction de la détention de VMP

Année (en %)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
U02 Ind. Agricoles et Alimentaires	6	5.74	6.04	5.96	6.02
T02 Viande et Lait	6.78	6.21	6.75	6.55	6.93
dont Groupe 1 (VMP=0)	4.67	4.21	4.42	3.92	3.93
Groupe 2 (VMP > 0)	11.76	11.33	12.43	12.61	13.12
T03 Autres Indutries	5.49	5.44	5.59	5.61	5.47
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.74	3.64	3.53	3.26	3.31
Groupe 2 (VMP > 0)	9.04	9.38	9.94	10.45	9.78
U04 Ind. des Biens Intermédiaires	5.52	5.89	6.08	6.30	6.39
T07 Minerais et métaux :1ère Trans.	4.14	3.81	4.97	5.29	5.70
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.60	2.39	2.07	2.61	2.65
Groupe 2 (VMP > 0)	8.09	7.73	10.28	10.27	10.59
T08 Minerais et métaux : Demi-Pr.	4.72	4.51	5.37	5.01	5.76
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.87	3.13	3.32	2.62	3.05
Groupe 2 (VMP > 0)	7.56	6.65	8.92	8.40	9.82
T09 Matériaux de Constr. et autres	6.10	5.95	5.64	5.81	5.93
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.85	3.54	3.08	2.90	2.64
Groupe 2 (VMP > 0)	10.91	10.85	11.29	11.24	11.80
T10 Verre	5.31	5.78	4.56	4.94	5.19
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.56	3.67	3.35	3.76	3.77
Groupe 2 (VMP > 0)	10.64	11.90	8.19	8.96	9.09
T11 Chimie de base, fibres et synth.	4.95	5.60	5.56	5.98	5.45
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.25	3.07	3.03	3.13	2.71
Groupe 2 (VMP > 0)	8.25	9.65	9.86	10.43	10.66
T13 Fonderie et Travail de Métaux	5.90	6.52	6.89	7.22	7.20
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.74	3.57	3.45	3.46	3.10
Groupe 2 (VMP > 0)	10.86	12.22	12.94	13.15	13.44
T21 Papier, Carton	4.94	5.13	5.18	5.14	5.37
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.38	3.59	3.00	2.93	3.17
Groupe 2 (VMP > 0)	8.37	9.06	10.16	10.02	10.04
T23 Caoutchouc, Transformation	4.79	5.03	5.20	5.33	5.36
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.30	3.20	3.11	2.73	2.83
Groupe 2 (VMP > 0)	9.49	9.92	11.06	11.94	12.11
U06 Ind. des Biens de Conso. Cou.	6.23	6.10	6.17	6.22	6.49
T12 Parachimie et Pharmacie	5.68	5.02	5.71	5.77	6.13
dont Groupe 1 (VMP=0)	4.02	2.92	3.02	3.28	3.16
Groupe 2 (VMP > 0)	9.28	9.94	10.63	10.43	11.14
T18 Textile et Habillement	6.71	6.72	6.60	6.70	7.03
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.98	3.79	3.63	3.68	3.53
Groupe 2 (VMP > 0)	12.37	12.58	12.93	13.11	13.76
T19 Cuir et Chaussure	8.21	7.98	8.56	8.70	8.99
dont Groupe 1 (VMP=0)	5.59	5.22	5.63	5.02	4.75
Groupe 2 (VMP > 0)	14.16	14.26	14.50	15.95	15.58
T20 Bois, Meubles, Industrie Diver.	5	4.91	4.94	5.04	5.30
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.05	3.00	2.87	2.83	2.71
Groupe 2 (VMP > 0)	10.53	10.14	10.50	10.51	11.12
T22 Imprimerie Presse, Edition	6.78	6.81	6.80	6.69	6.85
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.91	3.59	3.70	3.29	3.31
Groupe 2 (VMP > 0)	11.57	11.50	11.67	12.02	12.09

U05A Ind. des Biens d'Equip. Prof.	6.67	6.83	6.92	7.03	7.09
T14 Construction Mécanique	6.86	7.02	7.36	7.56	7.43
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.85	3.87	4.03	3.76	3.51
Groupe 2 (VMP > 0)	12.49	12.65	13.03	13.68	13.82
T15A Construction Electri;et Electro.	6.13	6.17	5.82	5.92	6.39
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.23	3.12	2.98	2.87	3.06
Groupe 2 (VMP > 0)	12.71	12.72	11.71	12.50	12.47
T17 Constr. Navale et Aéro., Arme.	7.45	8.42	7.41	6.21	6.37
dont Groupe 1 (VMP=0)	2.66	2.62	3.18	1.87	3.21
Groupe 2 (VMP > 0)	12.70	14.76	12.54	13.12	11.58
U05B Ind. des Biens d'Equip. Mén.	5.34	5.69	5.73	5.38	5.82
T15B Biens d'equipement ménagers	5.34	5.69	5.73	5.38	5.82
dont Groupe 1 (VMP=0)	3.80	3.52	3.49	3.03	2.79
Groupe 2 (VMP > 0)	8.82	10.31	10.94	10.28	13.71
U05C Construction de Véhi. Auto.	6.43	5.93	5.71	5.39	5.44
T16 Const. et matériels de Transport	6.43	5.93	5.71	5.39	5.44
dont Groupe 1 (VMP=0)	394	3.89	3.05	2.57	2.43
Groupe 2 (VMP > 0)	11.99	10.63	11.84	12.35	12.26
Ensemble	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Annexe 2 : Analyse d'évolution à partir de la méthodologie classique et de l'endettementnet (données de la Centrale de Bilans au 31 décembre 1994)

Tableau : Struture des échantillons (1984-1992)

Echantillon CDB	1984		1985		1986	
	Effectif	%	Effectif	%	Effectif	%
Entreprises avec VMP>0	1545	27,17%	2296	27,33%	2679	29,14%
Entreprises avec VMP=0	4142	72,83%	6106	72,67%	6513	70,86%
Ensemble des entreprises	5687	100,00%	8402	100,00%	9192	100,00%

Echantillon CDB	1987		1988		1989	
	Effectif	%	Effectif	%	Effectif	%
Entreprises avec VMP>0	3075	30,04%	3559	31,55%	3877	32,11%
Entreprises avec VMP=0	7161	69,96%	7722	68,45%	8198	67,89%
Ensemble des entreprises	10236	100,00%	11281	100,00%	12075	100,00%

Echantillon CDB	1990		1991		1992	
	Effectif	%	Effectif	%	Effectif	%
Entreprises avec VMP>0	4190	32,83%	4500	33,89%	4672	35,23%
Entreprises avec VMP=0	8572	67,17%	8780	66,11%	8588	64,77%
Ensemble des entreprises	12762	100,00%	13280	100,00%	13260	100,00%

Tableaux de ratios d'endettement et de trésorerie : Ensemble des entreprises (1984-1992)

Tableau 2.1: Evolution du poids de la trésorerie actif / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	4,63	4,96	5,69	6,05	6,14	6,2	6,36	6,47	6,62
1er quartile	0,43	0,49	0,59	0,6	0,59	0,55	0,48	0,44	0,4
Médiane	1,82	1,98	2,39	2,6	2,65	2,58	2,63	2,5	2,43
3ème quartile	5,64	6,15	7,34	8,19	8,2	8,31	8,6	8,85	8,9
Ecart type	7,09	7,47	8,11	8,36	8,5	8,68	8,91	9,19	9,62

Tableau 2.2 : Evolution du poids des apports externes / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	29,02	28,97	28,38	28	28,12	28,75	28,95	28,87	28,3
1er quartile	15,49	15,64	14,64	14	13,84	13,73	13,53	13,02	12,19
Médiane	26,85	26,9	25,96	25,2	24,93	25,42	25,29	25	24,1
3ème quartile	39,63	39,22	38,8	38,56	38,51	39,58	39,7	39,63	39,01
Ecart type	18,68	18,28	18,41	18,82	19,84	20,48	21,44	25,9	22,47

Tableau 2.3 : Evolution du poids des emprunts bancaires / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	8,37	8,94	9,45	10,23	10,93	11,8	12,5	12,83	12,6
1er quartile	2,87	3,31	3,44	3,55	3,67	3,64	3,6	3,42	3,13
Médiane	6,98	7,42	7,75	14,06	8,31	8,68	8,96	8,99	8,69
3ème quartile	11,99	12,58	13,13	7,99	14,67	15,86	16,55	16,99	16,99
Ecart type	7,44	8,39	8,83	9,91	11,16	12,39	13,7	14,71	14,78

Tableau 2.4 : Evolution du poids des concours bancaires courants / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	13,56	12,98	11,79	10,94	10,65	10,66	10,34	9,85	9,46
1er quartile	2	1,14	0,39	0,06	0,03	0,07	0,06	0,06	0,05
Médiane	10,37	9,57	7,72	6,36	5,9	5,74	5,27	4,54	4,14
3ème quartile	20,94	20,55	18,97	17,6	16,94	17,08	16,51	15,68	15,08
Ecart type	13,86	13,74	13,3	12,94	13,02	13,03	12,85	12,54	12,59

Tableau 2.5 : Evolution du poids d'endettement net / total du bilan en net

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	24,67	23,93	22,53	21,76	21,79	22,38	22,25	21,92	20,96
1er quartile	11,38	11,05	8,87	7,71	7,07	7,15	6,87	6,06	5,05
Médiane	24,74	24,57	23,21	22,12	21,7	22,27	21,93	21,7	20,81
3ème quartile	38,13	37,84	37,17	36,61	36,72	37,88	37,96	37,82	37,3
Ecart type	30,43	24,92	25,57	21,14	26,83	27,88	29,13	30,21	31,62

Tableaux de ratios d'endettement et de trésorerie : Entreprises avec VMP < 0 (1984-1992)

Tableau 3.1: Evolution du poids de la trésorerie actif / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	3,61	3,55	3,8	3,95	3,74	3,61	3,52	3,35	3,23
1er quartile	0,33	0,35	0,38	0,38	0,33	0,29	0,23	0,2	0,18
Médiane	1,46	1,46	1,61	1,68	1,61	1,46	1,37	1,18	1,06
3ème quartile	4,41	4,31	4,74	5,05	4,78	4,48	4,39	4,07	3,64
Ecart type	5,63	5,47	5,74	5,87	5,67	5,58	5,62	5,49	5,7

Tableau 3.2 : Evolution du poids des apports externes / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	30,19	30,68	30,7	30,55	31,16	32,21	32,5	32,71	32,46
1er quartile	17,08	17,96	17,56	16,83	16,89	17,27	17,41	17,01	16,64
Médiane	27,92	28,98	28,46	28,13	28,45	29,37	29,28	29,2	28,97
3ème quartile	40,55	40,45	40,84	40,95	41,47	42,81	42,95	43,44	43,03
Ecart type	18,46	18,31	18,39	19	20,2	21,04	21,83	22,6	23,39

Tableau 3.3 : Evolution du poids des emprunts bancaires / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	8,54	9,17	9,78	10,66	11,52	12,53	13,25	13,61	13,49
1er quartile	2,99	3,51	3,71	3,82	4,04	4,03	4,06	3,83	3,55
Médiane	7,2	7,64	8,01	8,37	8,81	9,34	9,66	9,67	9,44
3ème quartile	12,13	12,83	13,53	14,53	15,31	16,68	17,53	17,91	18,15
Ecart type	7,45	8,63	9,05	10,21	11,76	13,1	14,14	15,58	15,67

Tableau 3.4 : Evolution du poids des concours bancaires courants / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	14,24	14,14	13,35	12,67	12,64	12,86	12,66	12,34	12,09
1er quartile	2,9	2,39	1,73	1,28	1,29	1,41	1,35	1,23	1,12
Médiane	11,24	11,21	9,96	9,1	8,84	9,14	9,02	8,55	8,25
3ème quartile	21,84	21,69	20,66	19,96	19,77	20,06	19,82	19,33	18,82
Ecart type	13,99	14,05	13,65	13,34	13,56	13,6	13,47	13,17	13,45

Tableau 3.5 : Evolution du poids d'endettement net / total du bilan en net

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	29,91	27,51	27,28	26,98	27,83	29,02	29,35	29,7	29,48
1er quartile	13,7	14,72	13,83	13,16	13,45	13,88	14,13	14,06	13,9
Médiane	26,21	27,01	26,36	26,1	26,23	27,32	27,29	27,5	27,29
3ème quartile	39,23	39,14	39,51	39,6	40,09	41,52	41,74	42,22	41,94
Ecart type	21,66	21,34	21,78	22,39	23,3	24,23	25,16	26,16	27

Tableaux de ratios d'endettement et de trésorerie : Entreprises avec VMP > 0 (1984-1992)

Tableau 4.1: Evolution du poids de la trésorerie actif / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	7,38	8,73	10,28	10,92	11,34	11,68	12,15	12,55	12,84
1er quartile	0,94	1,37	1,92	2,2	2,63	2,83	3,19	3,45	3,29
Médiane	3,57	4,67	6,51	7,81	8,23	8,47	8,99	9,52	9,72
3ème quartile	10,48	12,85	15,76	16,19	16,89	17,18	18	18,32	18,64
Ecart type	9,47	10,24	10,75	10,88	10,94	11,15	11,29	11,6	11,97

Tableau 4.2 : Evolution du poids des apports externes / total du bilan

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	25,87	24,42	22,74	22,07	21,54	21,44	21,69	21,37	20,65
1er quartile	11,5	11,1	9,72	9,43	9,04	8,77	8,43	8,21	7,76
Médiane	23,55	21,32	19,23	18,54	17,69	17,29	16,95	16,64	15,9
3ème quartile	36,66	35,24	32,34	30,84	29,62	30,09	29,8	29,57	28,44
Ecart type	18,93	17,4	17,19	16,95	17,29	17,06	18,65	18,27	18,34

Tableau 4.3 : Evolution du poids des emprunts bancaires / total du bilan

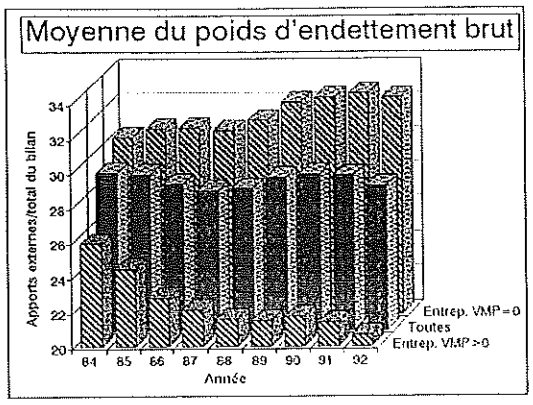
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	7,92	8,33	8,67	9,22	9,64	10,27	10,98	11,3	10,96
1er quartile	2,48	2,69	2,79	2,98	3,07	2,88	2,88	2,83	2,62
Médiane	6,37	6,88	7,03	7,08	7,21	7,44	7,6	7,75	7,38
3ème quartile	11,38	11,97	12,06	12,96	13,51	14,44	14,7	15,31	14,98
Ecart type	7,39	7,67	8,21	9,09	9,62	10,6	12,62	12,7	12,85

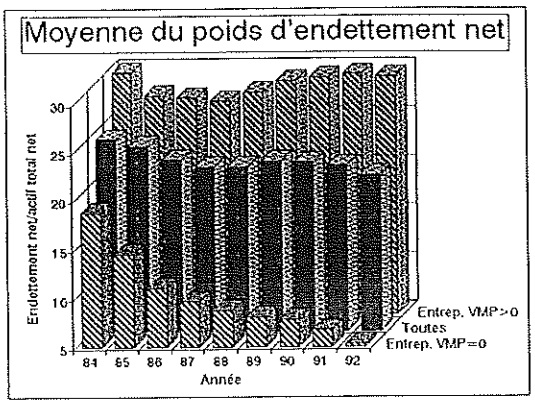
Tableau 4.4 : Evolution du poids des concours bancaires courants / total du bilan

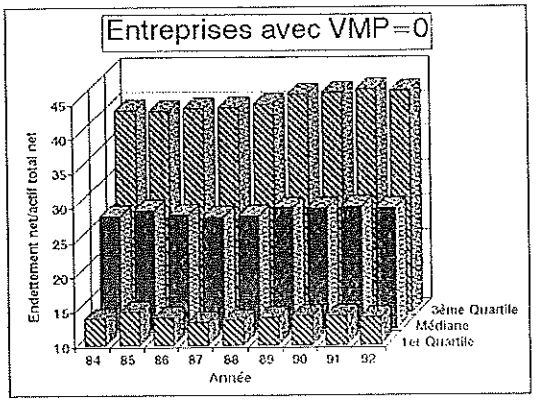
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	11,74	9,91	8	6,93	6,34	6,03	5,58	5	4,62
1er quartile	0,25	0	0	0	0	0	0	0	0
Médiane	7,89	4,84	2,15	1,2	0,8	0,79	0,52	0,32	0,25
3ème quartile	18,88	16,33	31,85	10,23	8,5	7,94	6,77	5,33	4,76
Ecartype type	13,32	12,36	11,56	10,95	10,55	10,28	9,91	9,52	9,01

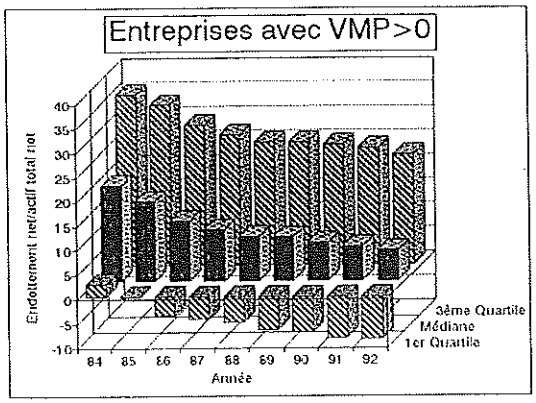
Tableau 4.5 : Evolution du poids d'endettement net / total du bilan en net

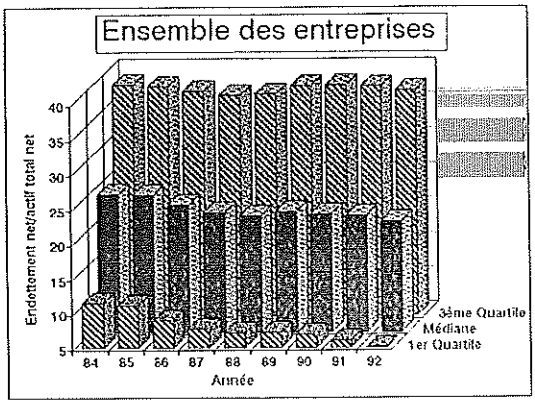
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Moyenne	18,69	14,41	10,98	9,6	8,67	8,02	7,74	6,75	5,3
1er quartile	2,51	-0,15	-3,96	-4,66	-5,39	-6,74	-7,46	-8,48	-8,78
Médiane	19,68	16,22	12,27	10,46	9,07	8,93	7,89	7,01	6,17
3ème quartile	35,07	32,94	28,82	26,77	25,26	25,19	24,65	24,02	22,58
Ecart type	45,84	30,61	30,05	29,94	29,22	29,67	31,25	31,78	33,46

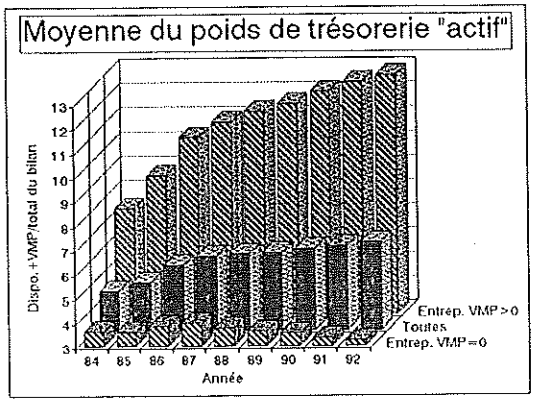

Moyenne du poids d'endettement brut
Apports externes/total du bilan
34
32
30
28
26
24
22
20
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP=0
Toutes
Entrep. VMP>0

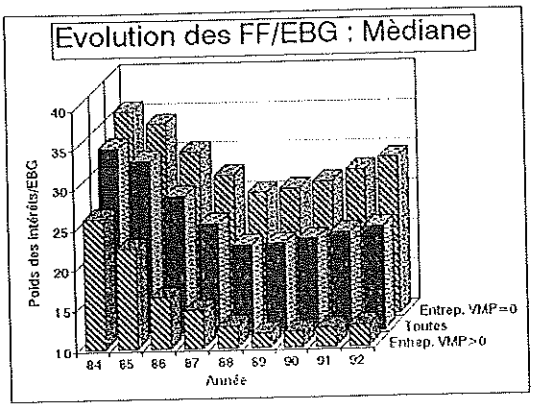

Moyenne du poids d'endettement net
Endettement net/actif total net
30
25
20
15
10
5
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP>0
Toutes
Entrep. VMP=0

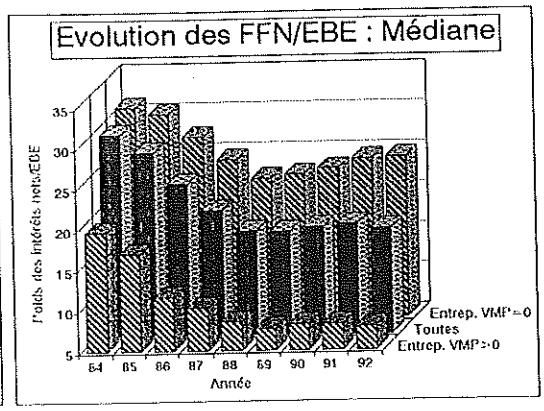

Entreprises avec VMP=0
Endettement net/actif total net
45
40
35
30
25
20
15
10
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
3ème Quartile
Médiane
1er Quartile

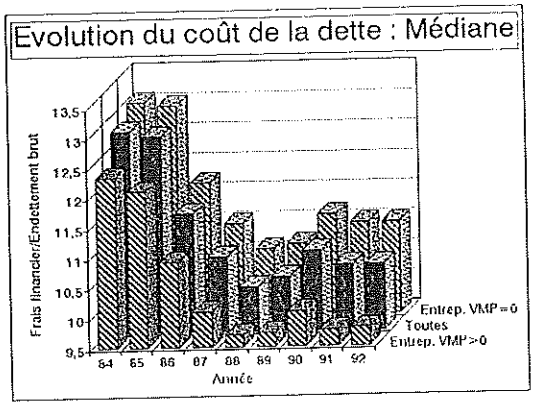

Entreprises avec VMP>0
Endettement net/actif total net
40
35
30
25
20
15
10
5
0
-5
-10
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
3ème Quartile
Médiane
1er Quartile

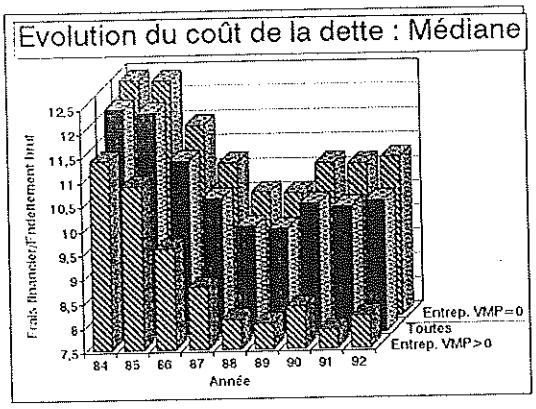

Ensemble des entreprises
Endettement net/actif total net
40
35
30
25
20
15
10
5
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
3ème Quartile
Médiane
1er Quartile

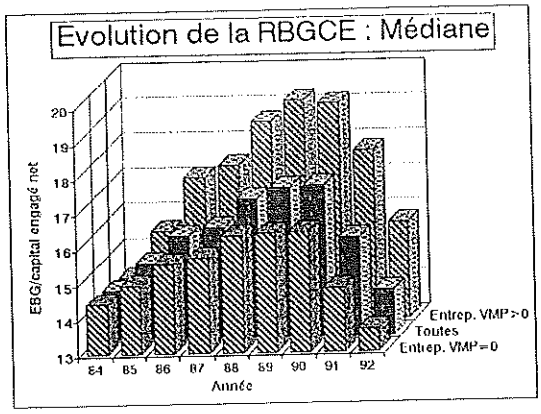

Moyenne du poids de trésorerie "actif"
Dispo.+VMP/total du bilan
13
12
11
10
9
8
7
6
5
4
3
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP>0
Toutes
Entrep. VMP=0


Evolution des FF/EBG : Mèdiane
Poids des intérêts/EBG
40
35
30
25
20
15
10
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP=0
Toutes
Entrep. VMP>0


Evolution des FFN/EBE : Médiane
Poids des intérêts nets/EBE
35
30
25
20
15
10
5
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP=0
Toutes
Entrep. VMP>0


Evolution du coût de la dette : Médiane
Frais financier/Endettement brut
13,5
13
12,5
12
11,5
11
10,5
10
9,5
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP=0
Toutes
Entrep. VMP>0


Evolution du coût de la dette : Médiane
Frais financier/Endettement brut
12,5
12
11,5
11
10,5
10
9,5
9
8,5
8
7,5
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP=0
Toutes
Entrep. VMP>0


Evolution de la RBGCE : Médiane
EBG/capital engagé net
20
19
18
17
16
15
14
13
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP>0
Toutes
Entrep. VMP=0

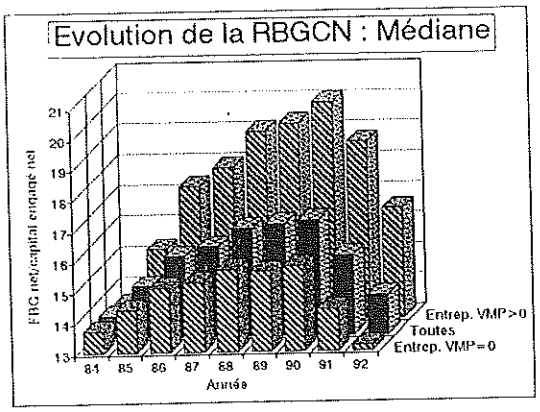

Evolution de la RBGCN : Médiane
EBG net/capital engagé net
21
20
19
18
17
16
15
14
13
84 85 86 87 88 89 90 91 92
Année
Entrep. VMP>0
Toutes
Entrep. VMP=0

Tableau B6 : Evolution du délai de rotation des clients

Année	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	80.44	82.41	83.30	85.33	83.19
Intermédiaires	79.09	80.39	80.24	81.63	78.74
Excédentaires	75.30	76.57	76.09	77.34	74.93

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau B7 : Evolution du délai de rotation des stocks

Année	1990	1991	1992	1993	1994
Résiduelles	29.92	29.07	30.38	33.01	32.33
Intermédiaires	25.23	26.51	27.98	29.54	27.56
Excédentaires	20.72	21.64	22.67	23.55	21.94

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Bibliographie

BIBLIOGRAPHIE

Abouchahla (M.), "Les délices de la comptabilité créative", Enjeux Les Echos, Janvier 1993.

Aglietta (M.), Brender (A.) et Coudert (V.), Globalisation financière : l'aventure obligée, CEPII, Economica, 1990.

Audretsch (D. B.) and Elston (J. A.), Does firm size matter ? Evidence on the impacts of liquidity constraints on firm invest behaviour in germany", Discussion Paper series n°1072, Centre For Economic Policy Research, August 1994.

Auerbach (A.), "Real determinants of corporate leverage" In Friedman (B. M.), Financing corporate capital formation in the United States, University of Chicago Press, 1986.

Banque de France, Méthodologie d'analyse financière, S.A.M, Collection Entreprises-Banque de France, Centrale de Bilans, 1988.

Banque de France, "L'évolution récente du marché financier en France", Note d'Information Banque de France, n°71, Juillet 1987.

Banque de France, "Le marché monétaire", Note d'Information Banque de France, n°73, novembre 1987.

Banque des Règlements Internationaux, Rapport Hannoun sur les marchés dérivés, BRI, 1994.

Bardos (M.) et Lefilliatre (D.), "Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés", Bulletin de la Banque de France, 1er Trimestre, Supplément Etudes, 1994.

Bardos (M.), "Y a-t-il effet d'éviction entre placements et investissements des sociétés : étude comparative de quelques travaux sur données de Centrales de Bilans en France", Revue d'Economie Financière, n°26, Automne 1993, p.153-170.

Bardos (M.) et Paranque (B.), "Investissement productif et croissance externe : leur influence sur les profils des entreprises industrielles depuis 1985", Communication à la 17ème Journée des Centrales de Bilans, Novembre, 1992.

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

Baskin (J.), "Corporate liquidity in games of monopoly power", Review of Economic Review, May 1987, p. 312-319.

Batsch (L.), "Aspects stratégiques et financiers des politiques de recentrage des groupes industriels en France", Thèse de Doctorat de l'Université de Paris-Dauphine, 1992.

Baumol (W.J.), "The transaction demand for cash: an inventory theoritic approach", Quaterly Journal of Economics, vol. 66, november 1952, p. 545-556.

Beau (D.), "Les influences de l'appartenance à un groupe sur les structures financières et les résultats des entreprises industrielles françaises", Analyse financière, 4e trimestre 1990.

Bessis (H.-J.), "Les comportements réels des entreprises et le marché financier", Doctorat d'Etat Université de Paris-Dauphine, 1985.

Bhattacharya (A. K.), Gallinger (G. W.), "Value, capital structure, and liquidity : simulation", in Kim (Y. H.) and Srinivasan (V), Advances in working capital management, Vol. 1, p.49-65.

Bierman (H.), Chopra (K.) and Thomas (L. J.), "Ruin considerations : optimal working capital and capital structure", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 10, 1975, p. 119-128.

Bierman (H.), "Measuring financial liquidity", Accounting Review, October 1960, p. 628-632.

Biggs (K. A.), "Corporate financing and liquidity", Ria Cost and Management, Vol. 51, n°5, September-October 1977, p. 20-24.

Bordes (C.), "Modélisation des comportements financiers : cadre théorique et bilan des travaux empiriques", Cahiers Economiques et Monétaires, n°29, 1988.

Brealey (R.), Myers (S.) et Laroche (P.), Principes de gestion financière, MacGraw-Hill, 1990. Traduit de : Brealey (R.), Myers (S.), Principles of corporate finance, MacGraw Hill, 1991.

Brennan (M. J.), "Taxes, market valuation and corporate financial policy", National Tax Journal, Vol. 23, December 1970.

Bretel (B.), Caubet-Hiloutou (J.-N.) , Di-Carlo (L.) et Epaulard (A.), "Les liens entre croissance interne et croissance externe", Actes du 17ème Journée des Centrales de Bilans, Direction de la Prévision, Octobre 1992.

Bricout (J.-L.) et Colin-Sédillot (B.), "La croissance externe des entreprises française à la fin des années quatre-vingt", Economie et Statistique, n°268-269, 1993, p.31-43.

Carpenter (R.), "Finance constraints or free cash flow : the impact of asymmetric information on investment", Emory University Working Paper,1993.

Castel (M.) et Ullmo (Y.), "La nouvelle intermédiation : développement des marchés et financement des entreprises", Revue d'Economie Financière, n°16, Printemps, 1991.

Causse (G.), "Vers une theorie organisationnelle de la gestion de trésorerie", Cahier d'Etudes et de Recherche ESCP, n°82-25, Série Recherche, 1982.

Cette (G.), "Evolution des encours de titres de placement des entreprises industrielles (1978-1983)", Banque de France, Centrales de Bilans, CDB85/10, 1985.

Charreaux (G.), Gestion financière, Litec, 1993

Chatterjee (S.) and Wernerfelt (B.), "The link between resources and type of diversification : theory and evidence", Strategic Management Journal, Vol. 12, 1991, p. 33-48.

Chesnais (F.), La mondialisation du capital, Syros, 1994.

Chevalier (J. A.) and Scharfstein (D. S.), "Liquidity constraints and the ciclical behavior of markups", American Econmic Review, Vol. 85, May 1995, p. 390-396.

Chirinko (R. S.), "Tobin's Q and financial policy", Journal of Monatary Economics, Vol. 19, 1987, p. 69-87.

Cohen (E.), Analyse financière, Economica, 1994.

Cohen (E.) et Morel (J.-L), "Les politiques d'accumulation des groupes français : investissement, croissance externe et écarts d'acquisition", XVIIème Journée des Centrales de Bilans, Novembre 1992.

Cohen (E.), "Statut épistémologique et développement historique de la gestion financière", Cahier de Recherche Cereg, Université de paris Dauphine, n° 9217, 1992.

Cohen (E.) et Coutrot (B.), "Analyse financières des états comptables et analyse stratégique des groupes industriels", Cahier du CEREG, n°9216, 1992.

Cotta (A.), Théorie générale du capital, de la croissance et des fluctuations, Dunod, 1967.

Cœurderoy (R.) et Koulayom (H.), "La trésorerie dans un jeu d'engagement crédible" in Actes du Congrès de l'AFFI, Juin 1996a.

Cœurderoy (R.) et Koulayom (H.), "Choix stratégiques des firmes et politique de trésorerie" in Actes du Congrès de l'AFC, Mai 1996b.

Cœurderoy (R.) et Quelin (B.), "L'économie des coûts de transaction, un bilan des études empiriques", Cahier de Recherche HEC, CR513/1994.

Colasse (B.), Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., 1982.

Collins (G. L.), "Restricted sales growth : a strategy for preserving the liquidity of new small firms", Journal of Economics and Business, Vol. 27, n°1, Fall 1974, p. 37-48.

Conseil National de la Comptabilité, Le Plan Comptable 1982, Documentation Française, 4ème Edition, 1986.

Copeland (T.), Koller (T.) et Murrin (J.), Stratégie de la valeur, Interéditions, 1991. Traduction de : Copeland (T.), Koller (T.) et Murrin (J.), Valuation : measuring and managing the value of companies, John Wiley and Sons, 1990.

Courtois (J.-C.) , "Métier trésorier d'entreprise ; de l'évolution de l'espèce", Bulletin du trésorier, Décembre 1993, p.12-13.

Crédit National, "Politique d'image des groupes : choix des options de consolidation", XIVème Journée des Centrales de Bilans, Novembre 1989.

Daellenbach (H. G.), "Are cash management optimization models worthwhile ?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, September 1974, p. 607-623.

Davidson (W. N.), and Dutia (D.), "Debt, liquidity, and profitability problems in small firms", Entrepreneurship : Theory and Practice, Vol. 16, n°1, Fall 1991, p. 53-64.

De Laet, "Le contrôle communautaire des concentrations", Documentation française, Notes et études documentaires, n°4926, 1991, p. 161-170.

De La Bruslerie (H.), "La gestion de trésorerie dans la fonction financière de l'entreprise : évolution et perspectives", Revue du Financier, n°91, 1993, p.44-54.

Devereux (M.) and Schiantarelli (F.), "Investment, financial factors and cash flow : evidence from U.K. panel data", In Hubbard (G.), ed., Asymmetric information, Corporate Finance, and investment, University, University of Chicago Press, 1990, p. 279-306.

Diamond (D. W.) and Verrecchia (R. E.), "Disclosure, liquidity, and the cost of capital", Journal of Finance, September 1991, p. 1325-1357.

Donaldson (G.), "Financial goals : management versus stocks holders", Harvard Business Review, 1963.

Donaldson (G.), Corporate debt capacity : a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, Harvard University Graduate School of Business Administration, 1961.

Dormont (B.), "Petite apologie des données de panel", Economie et Prévision, n°87 - 1989, p.19-31.

Easterbrook (F. H.), "Is corporate bankruptcy efficient?", Journal of Financial Economics, Vol. 27, 1990.

Emery (G. W.) et Cogger (K. O.), "The measurement of liquidity", Journal of Accounting Research, Vol. 20, n°2, Autumn 1982, p. 290-303.

Epaulard (A.) et Szpiro (D.), "Investissement financier, investissement physique et désendettement des firmes : y a t-il un arbitrage ?", Revue Economique, n°4, Juillet 1991, p.701-732.

Eppen (G. D.) and Fama (E.), "Three asset balance and dynamic portfolio problems", Management Science, Vo. 17, n°5, January 1971, p. 311-319.

Eppen (G.) and Fama (E.), "Optimal policies for cash balance and simple dynamics portfolio models with proportional costs", International Economic Review, June 1969, p.119-133.

Evans (M. K.), Macroeconomic activity : theory, forcasting, and control, Harper and Row, 1969.

Fazzari (S.), Hubbard (R. G.) and Petersen (B.), "Financing constraints and corporate investment", Brookings Papers on Economic Activity, n°1, 1988, p.141-195.

Fazzari (S.) and Athey (J. M.), "Asymetric information, financing constraints and investment", Review of Economics and Statistics, Vol. 69, 1987, p. 481-487.

Fazzari (S.) and Mott (T.), "The investment theories of kalecki and Keynes : a study of firm data 1970-1982", Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 9, Winter 1986-1987, p. 171-187.

Foster (G.), Financial statement analysis, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1986.

Frazer (W.), "The financial structure of manufacturing corporations and the demand for money : somme empirical finding", Journal of Political Economy, April 1964.

Fried (M.) et Gaudry (O.), "La politique de placements financiers des entreprises industrielles", Revue d'Economie Financière, n°5/6, Juin Septembre 1988, p.96-111.

Fruhan (W.), Financial strategy, Homewood, Irwin, 1976.

Gallinger (G. W.) et Basil-Healey (P.), Liquidity analysis and management, Addison - Wesley Publishing Comapany, Inc., 1991.

Gibbs (P. A.), "Determinants of corporate restructuring : the relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow", Strategic Management Journal, Vol.14, p. 51-68.

Gilchrist (S.) and Himmelberg (C.), "Evidence on the role of cash flow for investment", Journal of Monetary Economics, Vol. 68, 1995, p. 541-572.

Gilmer (R. H.), "The optimal level of liquid assets : an empirical test", Financial Management, Winter 1985, p. 39-43.

Ginglinger (E.), Le financement des entreprises par les marchés de capitaux, Presses Universitaires de France, 1991.

Ginn (G.), Young (G.) and Beekun (R. I.), "Business strategy and financial structure : an empirical analysis of acute care hospitals", Hospital and Health Services Administration, Vol. 40, Summer 1995, p. 191-209.

Gitman (L. J.), "Estimating corporate liquidity requirements : a simplified approach", Financial Review, 1974, p. 79-88.

Gönenç (R.), "La signification industrielle de la mutation financière", Revue d'Economie Financière, n°5-6, Juin-Septembre 1990, p.67-84.

Greenwald (B.), Stiglitz (E. J.) et Weiss (A.), "Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations", American Economic Review, Vol. 74, May 1984, p.194-199.

Gupta (M. C.), "The effect of size, growth and industry on the financial structure manufacturing companies", Journal of Finance, June 1969, p. 517-529.

Hagerman (R.) and Zmijewski (M), "Some economic determinants of accounting and economic", Journal of Accounting and Economics, vol: 7, 1973.

Hakanson (N. H.), "Dividend policy and valuation : theory and tests", Journal of Finance, May 1992, p. 415-428.

Hall (B. H.), "Investment and research and research and development at the firm level : does the source of financing matter ?", Working Paper n°4096, Cambridge , Mass.: NBER, June 1992.

Hamon (J.) et Jacquillat (B.), Le marché français des actions, Presses Universitaires de France, 1992.

Harris (F.) and Raviv (A.), "Capital structure and the informational role of debt", Journal of Finance, Vol. 45, 1990, p. 321-349.

Hart (O.) and Moore (J.), "Default and renegociation : a dynamic model of debt", MIT department of Economics Working Paper, 1989.

Higgins (R. C.), "How much can a firm afford ?", Financial Management, Fall, 1977, p. 7-16.

Himmelberg (C.) and Petersen (B.), "R and D investment and internal finance : a panel study of small firms in high-tech industries", Review of Economics and Statistics, 1994.

Hoarau (C.), "Les utilisateurs de l'information financière face à la créativité ou l'imagination comptable", Revue de Droit Comptable, n°95-2, Juin 1995, p77-95.

Holtz-Eakin (D.), Joulfaian (D.) and Rosen (H. S.), "Sticking it out : entrepreneurial survival and liquidity constraints", Journal of Political Economy, Vol. 102, 1994, p. 53-75.

Hoshi (T.), Kashyap (A.) and Scharfstein (D.), "Corporate structure, liquidity and investment : evidence from japenese industrial groups", Quaterly Journal of Economics, February, 1991, p. 33-60.

Huberman (G.), "External financing and liquidity", Journal Finance, July 1984, p.895-910.

Huth (W. L.), "Investor response to changes in corporate liquidity", Managerial Finance, Vol. 15, n°6, 1989, p. 33-36.

Issoulie (J.) et Thomas-Rubine (S.), "L'entreprise dans les turbulences des marchés monétaires et financiers", Note Banque de France, n°87-20, DESM-SESOF.

Itbergen (H), "L'analyse financière prend t-elle en compte les résultats de trésorerie des entreprises industrielles, Analyse Financière, 3ème Trimestre 1987.

Jacquillat (B.) et Solnik (B.), Les marchés financiers et la gestion de portefeuille, Dunod, 1987.

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

Jensen (M. C.) and Meckling (W. H.) , " Theory of firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure ", Journal of Financial Economics n°3, 1976, p. 305-360.

John (T. A), "Accounting measures of corporate liquidity, leverage and costs of financial distress, Financial Management, Vol. 22, n°3, 1993, p. 91-100.

Jorgensen (D.), "Econometric studies of investment behavior : a survey", Journal of Economic Literature, Vol. 9, December 1971, p. 111-1147.

Jupeau (J.-P), "Optimisation du management financier à court terme", Thèse de Doctorat, Université de Paris-Dauphine, 1975.

Jousset (H.), "La liquidité", Analyse Financière, 4ème Trimestre 1992, p.78-87.

Kallberg (J. G.) and Parkinson (K.), Corporate liquidity : management and measurement, Homewood, Richard Irwin, Inc., 1993.

Keynes (J. M.), Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, Payot, 1969. Traduction de : Keynes (J. M.), General theory of employment, interest and money, Harcourt, Brace and Co, New-York, 1935.

Keynes (J. M.), "Alternatives theories of interest", Economical Journal, January, 1937, p. 241-252.

Kindleberger (C. P), Histoire mondiale de la spéculation financière, P.A.U, 1994.

Koulayom (H.), "Trésorerie et politique financière" , Revue Banque, n°575, Novembre 1996a, p.54-56.

Koulayom (H.), "Measures of corporate liquidity and financial performance", Papier de Recherche CEREG, Université de Paris-Dauphine, Novembre 1996b.

Koulayom (H.), "Intérêt de la détention de trésorerie dans les années 80", Revue Française de Comptabilité, Juillet 1996c.

Koulayom (H.), "Trésorerie et perfermances financières : une étude empirique sur échantillon de la Centrale de Bilans de la Banque de France (1988-1992)" in Actes du Congrès de l'AFC, Mai 1995, p. 543-558.

Koulayom (H.), "Endettement et gestion de trésorerie dans les groupes et dans les entreprises indépendantes : paradoxes et réalités (l'endettement net fait-il la synthèse ?)" Mémoire de DEA, 1993.

Kuhn, La structure des révolutions scientifiques, Champs Flammarion, 1983. Traduit de : The structure of scientific revolutions, The University of Chicago Press, 1962.

Lang (L. H. P.), Stulz (R. M.) and Walking (R. A.), "A test of the free cash flow hypothesis", Journal of Financial Economics, 29, 1991.

Le Bourdonnec (Y.), "Capitalisme : la France au modèle américain", Enjeux Les Echos, Novembre 1994.

Le Moigne (J.-L.), La théorie du système général, théorie de la modélisation, P.U.F., 1994.

Lecler (O.), "Comment interpréter la dégradation des trésorerie dans l'industrie", Notes de Conjoncture, INSEE, Mars 1996, p.24-30.

Lemke (K.), "The evaluation of liquidity : an analytical study", Journal of Accounting Research, Spring 1970, p.47-77.

Levasseur (M.) et Quintart (A.) , "La fonction financière dans l'entreprise : les directeurs financiers des années 90", Revue Française de Gestion, Janvier-Février 1992, p.103-120.

Levasseur (M.) et Quintart (A.) , Finance, Economica, 1992.

Levasseur (M.), Gestion de la trésorerie, Economica, 1979.

Levy Garboua (V.) et Maarek (G.), La dette, le boom, la crise, Editions Atlas Economica, 1985.

Lisambert (F.), La gestion de la trésorerie : une approche pragmatique, Thèse de Doctorat de 3ème Cycle, Université Paris-Dauphine, 1978.

Loderer (C. F.), Cooney (J. W.) et Van Drunen (L. D.), "The price elasticity of demand for common stock", Journal of Finance, Vol. 46, n°2, June 1991, p. 621-651.

Ludeman (D. H.), "Corporate liquidity in perspective", Financial Executive, Vol. 43, n°10, October 1974, p. 18-22.

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

Malécot (J.-F.) et Hamon (J.), "Contraintes financières et demande d'investissement des entreprises", Revue Economique, n°5, Septembre 1986.

o

Malécot (J.-F.), "Les déterminants du choix d'une structure financière des groupes industriels et commerciaux", Cahier de recherche CEREG, n°9212, 1992.

Markowitz (H.), Portfolio selection : efficient divesrsification of investments, John Wiley and Sons, New York, 1959.

Martinet (A.-C), Epistémologie et sciences de gestion, Economica, 1990.

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

Meunier (H.), de Barolet (F.) et Boulmer (P.), "La trésorerie des entreprises, Plans de trésorerie, Plans de Financement" , 2 tomes, Dunod, 1970.

Mio (M.), "La trésorerie d'entreprise est-elle un centre de profit ?", Compétences Financières, p. 222-224.

McStancil (J.), "The determination of corporate hodings of cash and marketable securities", In Mock (E. J.), Financial decision making, International Texbook Co, 1964.

Meyer (J.) and Kuh (E.), The investment decision, Harvard University Press, 1957.

Miller (M) and Orr (D.), "A model of the demand for money by firms", Quaterly Journal of Economics, Vol. 80, août, 1966, p.413-435.

Mitroff (I. I.) and Kilmann (R. H.), Methodological approches to social science, Jossey-Bass Publishers, 1978.

Modigliani (F.) and Miller (M. H.), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", Journal of Business, Vol. 34, Octobre, 1961, p. 411-433.

Modigliani (F.) and Miller (M. H.), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, Vol. 48, n°3, Juin 1958, p.261-297.

Morris (J.), "The role of cash balances in firm valuation", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19, 1983, p. 533-546.

Moss (J.) and Stine (B.), "Liquidity characteristics of small and large manufacturing firms", Managerial Finance, Vol. 15, n°6, 1989, p. 14-19.

Myers (S. C.) and Rajan (R. G.), "The paradox of liquidity", Working Paper n°5143, National Bureau of Economic Research, June 1995.

Myers (S. C.) and Majluf (N. S.), "Corporate financing and investments decision when firms have information that do not have", Journal of Financial Economics, 1984, p.187-221.

Myers (S. C.), "The capital structure puzzle", Journal of Finance, Vol. 39, Juillet 1984, p. 575-592.

Myers (S. C.), "Determinants of corporate borrowing", Journal Of Financial Economics, Vol n°2, July 1977, 147-175.

Nau (V.) et Delhommais (P.-A.), "Les entreprises spéculent-elles ?", Option, 27 Juin 1994.

Oliner (S.) and Rudebush (G.), "Internal finance and investment : testing the role of asymmetric information and agency cost", Review of Ecnomics and Statistics, November 1992, p. 643-654.

Paguet (J.-M.), "Les conglomérats financiers en europe, stratégie et concurrence", Revue d'Economie Financière, n°28, Printemps, 1994.

Paranque (B.), "Fonds propres et rentabilité : les PMI sont-elles handicapées par leur dynamisme ?", Bulletin de la Banque de France, Supplément Etudes, 2ème Trimestre 1994a, p. 109-117.

Paranque (B.), "Emploi, accumulation et rentabilité financière", Collection Entreprises, Banque de France, n°B94/02, 1994b.

Pène (D.), "Arbitrage entre croissance interne et externe en France", Revue d'Economie Financière, n°7, Septembre 1988, p.112-122.

Pène (D.) et Husson (B.), "L'effet de levier de la dette et la détection de situations financières priviligiées", Analyse Financière, 1er et 2ème Trimestre 1981.

Penrose (E. T.), The theory of growth of the firm, Wiley, 1959.

Petty (J. W.) and Scott (D. F.), "The heterogeneity of corporate liquidity : industry and risk group effects", Journal of Economics and Business, Vol. 32, n°3, Spring-Summer 1980, p. 206-218.

Piaget (J.), Logique et connaissances scientifique, Encyclopédie de la Pleiade, 1968.

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

Poloniato (B.) et Voyenne (D.), La nouvelle trésorerie d'entreprise, InterEdition, 1995.

Popper (K.), La logique de la découverte scientifique, Payot, 1973. Traduit de : The logic of scientific discovery, Hutchinson, 1959.

Porter (M. E.), Avantage concurrentielle, InterEditions, 1986. Traduit de : Porter (M. E.), Competitive advantage, Free Press, 1985.

Porter (M. E.), Choix stratégiques et concurrence, Economica, 1990. Traduit de : Porter (M. E.), Competitive strategy : techniques for analysing industry and competitors, Free Press, 1980.

Prohin (J.) et Vignolle (M.), "Gestion des placements des entreprises industrielles", Actes du 17ème Journée des Centrales de Bilans, Crédit National, Octobre 1992.

Price Waterhouse, Corporate treasury control and performance standards, October 1995.

Rajan (R.) and Zingales (L.), "What do we know about capital structure ? Some evidence from international data", Journal of Finance, December 1995, p. 1421-1460.

Ricarte (P.), "Les placements financier des sociétés (1980-1991)", Lettre de Conjoncture, Mars 1992.

Rolland (A.) , "Réflexions sur les problèmes posés par l'évolution de la gestion de trésorerie", Analyse Financière, 3ème Trimestre, 1987.

Roumilhac (J.-P.), "Gestion de trésorerie des entreprises industrielles et commerciales évolution récente et comparaison avec les pays", Analyse Financière, 1987, p. 20-22.

Saporta (G.), Probabilité, analyse des données et statistique, Editions Technip, 1990.

Sas Institute Inc. ,Sas/Stat User's guide, Version 6, Cary, 1990.

Schlumberger (F.), "De la bonne utilisation des produits dérivés par les entreprises", Revue Banque, n°569, Avril 1996, p35-36.

Sharpe (W.), "Capital asset prices : a theory of market equilibrium under conditions of risk", Journal of Finance, September, 1964.

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

Simon (Y.) et Tézenas du Montcel (H.), "Théorie de la firme et réforme de l'entreprise", Revue Economique, Mai, 1977.

Sleziak (J.-C.), "Trésorier", Bancatique, n°2, Février 1985, p. 93-95.

Sprenkle (H.), "The uselessness of transactions demand models", Journal of Finance, December 1969, p. 835-847.

Sprenkel (M.), "Is the precautionary demand for money negative?", Journal of Finance, March 1967, p. 77-89.

Sprenkle (H.), "Large economic unit, banks and the transactions demand for money", Quaterly Journal of Economics, Vol. LXXX, August 1966, n°3, p. 437-442.

Stiglitz (J. E.) and Weiss (A.), "Credit rationning in markets with imperfect information", American Economic Review, Juin, 1981, p. 393-410.

Stolowy (H.), "Existe-il vraiment une comptabilité créative ?", Revue de Droit Comptable, n°94-4, p.79-107.

Strong (J. S.) and Meyer (J. R.), "Sustaining investment, discretionary investment and valuation : a residual funds study of paper industry", In Hubbard (G.), Asymmetric information, Corporate Finance, and investment, Uni. of Chicago Press-1990,p.127-148.

Tejtel (M.) , "Comment le banquier apprécie la trésorerie d'une entreprise", Entreprise, n°844, Novembre 1971.

Ternisien (M.), "L'importance du concept de flux de trésorerie disponible", Revue Française de Comptabilité, Mars 1995, p. 72-77.

Thiry (B.), "Le risque de taux des entreprises industrielles", Revue Banque, n°521, Novembre 1991, p. 1040-1048.

Thiry (B.), "Les taux d'intérêt et la performance du trésorier d'entreprise", Revue Banque, n°407, Juin 1981, p.747-750.

Titman (Tobin (J.), "A general approach to monatary theory", Journal of money, Credt and Banking, Vol. 1, February1969, p. 15-29.

Tobin (J.), "Liquidity preference as behavior toward risk", Review of Economic Studies, february 1958.

Tobin (J.), "The interest elasticity of transaction demand for cash", Review of Economics and Statistics, Vol. 38 août 1956, p. 241-247.

Usinier (J.-C), Easterby-Smith (M.) et Thorpe (R.), Introduction à la recherche en gestion, Economica, 1993.

Van Horne (J.), "Corporate bankruptcy and liquidity costs", Stanford University, Graduate School of Business, Research Paper, n°205, 1976.

Van Horne (J.), "A risk-return analysis of firm's working capital position", Engineering Economist, Winter 1969, p. 71-89.

Vattevillle (E.), L'analyse financière de la croissance de la firme, Editions Cujas, 1972.

Vernimmen (P.), Finance d'entreprise, Dalloz, 1994.

Vernimmen (P.), "Une nouvelle approche du diagnostic financier de l'entreprise", Revue Française de Gestion, Novembre-Décembre 1976, p.11-18.

Vogt (S. C.), "The cash flow/investment relationship : evidence from U.S. manufacturing firms", Financial Management, Vol. 23, Summer 1994, p. 3-20.

Walker (E. W.), "Toward a theory of working capital", Engineering Economist, Winter 1964, Vol. 9, n°2, p. 21-35.

Wannacott (T. H.) et Wannacott (R. J.), Statistique : économie - gestion - sciences - médecine, Economica, 4ème Edition, 1990.

Warner (J.-B.), "bankruptcy, absolute priority and the pricing of risky debt claims", Journal of Financial Economics, vol.5, n°1, May 1977, p.337-347.

Watts (R.) and Zimmerman (J.), "Towards a positive theory of the determination of accounting standards", Accounting Review, January 1978, p. 112-134.

Whalen (E. L.), "A rationalization of the precautionary demand for cash", Quaterly Journal of Econimics, May, 1966, p. 315-324.

Whited (T. M.), "Debt, liquidity constraints, and corporate investment : evidence from panel data", Journal of Finance, n°4, September 1992, p.1425-1460.

Williamson (O. E.), Les institutions de l'économie, InterEditions, 1994. Traduit de Williamson (O. E.) : The economic institutions of capitalism, Free Press, 1985.

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

Witmer (R.) and Gould (R.), "Liquidity choices for private firms", Corporate Finance, n°111, February 1994, p. 37-40.

Worthington (P. R.), "Investment, cash flow, and sunk costs", Journal of Industrial Economics, March 1995, p.49-60.

Table des matières

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE ET AVANT-PROPOS 1

INTRODUCTION..... 6

1. Problématique 7
2. Enjeux théoriques, empiriques et méthodologiques..... 10
3. Hypothèses et apports majeurs..... 15

PREMIERE PARTIE : REVUE DE LA LITTERATURE ET CONSTRUCTION D'UN CADRE THEORIQUE 19

Chapitre 1 : Environnement de la fonction de trésorerie 20

1.1. Devenir des entreprises face aux réformes des marchés financiers21
1.1.1. Coexistence entre placements financiers et investissements productifs..... 22
1.1.2. Firme financière versus firme industrielle 29

1.2. Importance de la fonction de trésorerie..... 32
1.2.1. Justification et évolution de la fonction de trésorerie .. 33
1.2.2. Mise en œuvre de la gestion de trésorerie 39

Chapitre 2 : Analyse des travaux sur la trésorerie 45

2.1. Trésorerie et décisions économiques..... 46
2.1.1. Théorie de la préférence pour la liquidité 48
2.1.2. Détermination du montant optimal de trésorerie..... 53
2.1.3. Choix de portefeuille à liquidités 58

2.2. Trésorerie et décisions financières 61
2.2.1. Déterminants de la trésorerie..... 63
2.2.2. Implications de la politique de trésorerie 75
2.2.3. Implications de la politique de dividende 79
2.2.4. Investissement et contrainte de liquidité 83

Chapitre 3 : Vers une théorie de la trésorerie..... 91

3.1. Cadre conceptuel 92
3.1.1. Courants de pensée..... 92
3.1.2. Fonction objectif de la fonction de trésorerie..... 98
3.1.3. Domaine d'observation..... 100

3.2. Hypothèses 104

Conclusion de la première partie **113**

DEUXIEME PARTIE : METHODOLOGIE D'ANALYSE ET ETUDE EMPIRIQUE **116**

Chapitre 4 : Détermination des mesures et méthodologie d'analyse financière 118

4.1. L'évaluation de la trésorerie 119
4.1.1. Définition et normes en matière de trésorerie 120
4.1.2. Formation des flux de trésorerie 125
4.1.3. Mise en œuvre du critère de liquidité 130
4.1.4. Analyse comptable et financière 136

4.2. La mesure du concept d'endettement financier net 142
4.2.1. Justification de son utilisation dans les entreprises 143
4.2.2. Méthode simple 150
4.2.3. Méthode des groupes 155

4.3. Le renouvellement des outils du diagnostic financier 162
4.3.1. Approche bilantielle 162
4.3.2. Analyse statique 165
4.3.3. Analyse dynamique 171

Chapitre 5 : Interactions entre trésorerie et performances financières 178

5.1. Méthodologie de recherche 181
5.1.1. Rappel des hypothèses 181
5.1.2. Opérationnalisation des variables 182
5.1.3. Données 188
5.1.4. Analyse de l'échantillon 191
5.1.5. Méthodes statistiques 195

5.2. Importance de la trésorerie dans les entreprises 196
5.2.1. Poids de la trésorerie 197
5.2.2. Appartenance à un secteur d'activité 199
5.2.3. Analyse de l'effet taille 201
5.2.4. Rôle de la croissance 202

5.3. Différence de performances financières 204
5.3.1. Analyse des liaisons entre trésorerie et performances financières 204
5.3.2. Performances des entreprises suivant leur politique de placement à court terme 205
5.3.3. Non pertinence du phénomène d'éviction de la sphère réelle par la sphère financière 209

5.3.4. Profils atypiques d'entreprises ayant des valeurs mobilières de placement 210
5.3.5. Endettement financier net et analyse de comportements réels 213

Chapitre 6 : Trésorerie, investissement et développement 219

6.1. Méthodologie et données 221
6.1.1. Rappel de l'hypothèse à tester 221
6.1.2. Fichiers d'étude 223
6.1.3. Mesure des variables 226
6.1.4. Modélisation 233

6.2. Profils de comportement en matière de trésorerie et développement 236
6.2.1. Typologie d'entreprises 237
6.2.2. Dimension du financement 241
6.2.3. Efficacité de la structure productive 246
6.2.4. Analyse de l'effet de levier et de la politique de dividende 249

6.3. Résultats des régressions 252
6.3.1. Validation du modèle général 253
6.3.2. Effet taille et effet secteur 254
6.3.3. Effet groupe 258

Conclusion de la deuxième partie 263

CONCLUSION GENERALE 265

LISTES DES TABLEAUX, DES SCHEMAS ET DES ENCADRES .. 272

SIGLES, ABREVIATIONS ET GLOSSAIRE DES PRINCIPAUX TERMES 277

ANNEXE 282

Annexe 1 : Tableaux relatifs à l'étude sur le lien entre trésorerie et performances financières 282
Annexe 2 : Analyse d'évolution à partir de la méthodologie classique et de l'endettementnet (données de la Centrale de Bilans au 31 décembre 1994)286
Annexe 3 : Tableaux relatifs à l'étude sur le lien entre trésorerie et investissement 292

BIBLIOGRAPHIE 295

TABLE DES MATIERES 307

BIBLIOTHEQUE DE L'UNIVERSITE PARIS IX DAUPHINE

RESUME

Avec le développement des marchés financiers et la généralisation des techniques d gestion de trésorerie au niveau mondial, il n'est plus rare de voir des entreprise industrielles qui détiennent des volumes de disponibilités et valeurs mobilières d placement (trésorerie "actif") importants. Partant de ce constat, on cherche comprendre le rôle de la trésorerie dans la politique financière pour les entreprises qu détiennent une trésorerie excédentaire.

La première partie fait un inventaire des principaux travaux relatifs à la trésorerie tan du point de vue des théories de la firme (chapitre 1) que des théories économiques financières (chapitre 2). Après avoir parcouru une série de théories économiques financières ayant pour objet d'expliquer le phénomène de détention de trésorerie, o construit un cadre théorique du comportement des entreprises en matière de trésorer (chapitre 3). Pour ce faire, on va retenir une conception précise de la fonction d trésorerie et élaborer des hypothèses de recherche permettant d'expliquer pourquoi l entreprises détiennent de la trésorerie excédentaire malgré le coût de la dette.

La deuxième partie conduit à proposer dans un premier temps une méthodolog d'analyse financière basée autour de l'endettement financier net de trésorerie (chapit 4). Elle permet de valider dans un second temps l'hypothèse selon laquelle il existe un relation entre la trésorerie et les performances financières d'une part (chapitre 5), ent la trésorerie et l'investissement d'autre part (chapitre 6).

MOTS CLES

Fonction de trésorerie - Trésorerie excédentaire - Trésorerie "actif" - Endetteme financier net - Performances financières - Investissement - Développement.

Vous Dauphine

A l'attention de Mme de MONTJAMONT

75 775 PARIS Cedex 16.