



**HAL**  
open science

## Vers un cadre conceptuel du comportement des entreprises en matière de trésorerie

Henri Koulayom

► **To cite this version:**

Henri Koulayom. Vers un cadre conceptuel du comportement des entreprises en matière de trésorerie. Revue Sciences de Gestion, 2001, No 28 (p.117-134.), pp.RSCG. hal-01147854

**HAL Id: hal-01147854**

**<https://auf.hal.science/hal-01147854>**

Submitted on 5 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.

- FAMA E., FISHER L., JENSEN M., ROLL R., « the adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, n° 10-1, 1969, p. 1-21.
- HUBLER J., « Etudes d'événements : une nouvelle méthodologie issue de la théorie de l'information et son application à la notation », thèse de doctorat de sciences de gestion, Université de NANCY 2, octobre, 1993.
- HUSSON B., *La prise de contrôle d'entreprise*, coll. Finance, 1987.
- JACQUILLAT B., LEVASSEUR M., « Signaux, mandats et gestion financière », *Finance*, n° 5-1, 1984, p. 7-83.
- JEANPIERRE G., *Certification ISO 9000 et LAFAD*, IMS Edition
- KRITZMAN M. P., « What practitioners need to know about event studies », *Financial Analysts Journal*, Novembre-décembre, 1994, p. 17-20.
- NAYVAR R. P., « Performance effect of information asymmetry and economies of scope in diversified services firms », *Academy of management journal*, n° 36, 1993, p. 28-57.
- NELSON P., « Information and consumer behavior », *Journal of political economy*, n° 78, 1970, p. 311-329.
- « Normalisation et organisation de l'industrie », *Revue d'économie industrielle*, (numéro spécial), n° 75, 1er trimestre, 1996.
- PERGORD M., FOURNIER J. P., *Dictionnaire de la qualité*, publication AFNOR, 1993.
- SPENCE M., « Competitive and optimal responses to signals : an analysis of efficiency and distribution », *Journal of economic theory*, n° 7, 1973, p. 296-332.
- SUBRAMANYAM K. R., « Uncertain precision and price reaction to information », *Accounting review*, n° 71, 1996 p. 207-220.
- STIGLER G. J., « The economics of information », *The Journal of Political Economy*, n° 69, 1961, p. 213-225.
- « Mesure des rendements anormaux : performance relative des modèles ARCH par rapport à ceux fondés sur des régressions classiques » *Journées internationales de finance*, Bordeaux, 29 juin, 1995.

## Vers un cadre conceptuel du comportement des entreprises en matière de trésorerie

Henri Koulayom\*

Maître Assistant  
à l'Université de Bangui (République Centrafricaine)  
et Chercheur au CEREG (Université Paris IX-Dauphine)

La question d'une théorie de la trésorerie a été au centre d'innombrables débats entre les professionnels et les universitaires mais n'a donné lieu qu'à peu écrits. L'objet de cet article est de proposer un cadre conceptuel permettant de palier ce vide théorique à un moment où les entreprises detiennent de plus en plus de trésorerie. Les trois propositions faites concernent l'avantage de détenir une trésorerie excédentaire, la nécessité de gérer la contrainte de liquidité et l'analyse du pouvoir de la trésorerie dont les effets conduisent à créer ou à détruire de la valeur.

The issue of a theory of liquidity has been the topic of endless debates among practitioners and academicians but has led to few papers. This paper presents a conceptual framework to fill this theoretical gap at a time where companies hold more and more liquidity. It examines three propositions dealing with competitive advantage of cash and marketable holdings, management of liquidity constraints and avoidance of free cash flow. It focuses on the power of liquidity ; greater liquidity may increase or reduce corporate value.

El tema de la teoría de la liquidez ha sido objeto de debates interminables entre profesionales y académicos, pero ha producido tan solo unos cuantos trabajos monográficos. El objetivo de este estudio

\* Les jugements et opinions exprimés ici n'engagent que son auteur.



*es presentar un marco conceptual para cubrir este vacío teórico, en un momento en el que las empresas tienen cada vez mayor liquidez. Este estudio examina tres proposiciones sobre la ventaja comparativa de caja y liquidez, la administración de las restricciones de la liquidez y cómo evitar el « free cash flow ». El enfoque es sobre el poder de la liquidez ; una liquidez mayor puede incrementar o reducir el valor de la empresa.*

<sup>2</sup><sup>ème</sup> version : Juin 1998

## I. - INTRODUCTION

S'inscrivant dans le vaste mouvement de la globalisation financière, l'accroissement de la trésorerie des entreprises françaises durant ces dernières années est un phénomène qui défie toutes les théories de l'entreprise connues à ce jour. En dépit de l'intérêt qu'ont porté les professionnels et le monde académique à la problématique de la trésorerie, force est de constater qu'il existe peu de contributions théoriques portant sur le thème de la trésorerie et du fonds de roulement. Selon McStancil (1964), la théorie de la gestion de trésorerie est inexistante ou traite des instruments de placement à court terme ; la gestion de trésorerie apparaissant comme un ensemble de techniques. Pourtant, la théorie monétaire de la préférence pour la liquidité de Keynes (1935, 1937) a fait penser qu'il serait possible de bâtir une théorie du comportement des entreprises en matière de trésorerie. Elle a en effet montré un réel intérêt pour les actifs monétaires en expliquant leur détention par les quatre motifs idiosyncrasiques que sont la transaction, la précaution, la spéculation et le financement. Tous les développements de Baumol (1952), Tobin (1956), Miller et Orr (1966), qui ont suivi, n'ont cependant pas permis d'évaluer précisément les services que peut rendre la liquidité des actifs. Ces travaux 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 plutôt qu'à l'analyse du comportement en tant que tel. Il apparaît ainsi que l'objectif de ces modèles explicites est incompatible avec celui de la maximisation de la valeur de la firme (Morris 1983). Dans le même ordre d'idée, 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. En réalité,

ce retard s'explique par le fait que la trésorerie n'a pas 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. Plus généralement, ce constat confirme l'ignorance de certains thèmes tels que les prévisions des flux de trésorerie, le budget de trésorerie et la gestion des crédits dans le développement d'une théorie de la finance<sup>1</sup>. Bhattacharya et Gallingger (1991) brisent cette tradition en montrant au travers d'un modèle économétrique que loin d'être un facteur neutre, la trésorerie conduit à améliorer la valeur de la firme. Mais ce propos doit être nuancé par l'argument selon lequel les flux de trésorerie peuvent être une source de conflits entre les dirigeants et les actionnaires (Jensen 1986).

L'objet de cet article est d'expliquer le comportement des entreprises industrielles en matière de trésorerie à travers trois propositions. La première proposition témoigne de l'avantage consistant à détenir une trésorerie excessive à des fins stratégiques et ce, malgré le coût de la dette. La deuxième proposition révèle la nécessité de détenir une trésorerie optimale afin de gérer des contraintes de liquidité pouvant peser sur les opportunités d'investissement. La troisième proposition enfin note l'importance d'éliminer le « free cash flow » afin d'éviter tout conflit entre les dirigeants et les actionnaires – par définition « mortel » pour la firme.

## II. - DIFFÉRENTES APPROCHES DE LA TRÉSORERIE

La liquidité d'une entreprise est son aptitude à faire face aux obligations à plus ou moins brève échéance. Elle est un concept flou n'ayant aucune définition précise si ce n'est quelle s'apprécie par l'analyse de la capacité des actifs à court terme à se transformer en monnaie dans un délai plus moins rapide. Elle implique en outre l'idée d'une préférence pour la liquidité manifestée par les entreprises au sein d'un marché donné (marché de biens ou de services, marché financier,...) du fait du degré de spécificité<sup>2</sup> propre à chaque actif ; ce qui se traduit sur le terrain par l'existence d'une confusion des notions utilisées pour valoriser les actifs comme la valeur vénale, la valeur de marché, le coût de remplacement, la juste valeur, etc. Bien qu'étant

1. Voir préface de Fama et Miller (1972).

2. La notion de spécificité est définie par Williamson (1988).



l'indicateur le plus complet de la liquidité, la trésorerie n'en constitue qu'une des nombreuses dimensions et doit être pensée dans un sens statique et dynamique. En effet, la trésorerie est un des concepts de la théorie financière les plus durs à appréhender. En cela, elle est le lieu de déroulement de flux monétaires qui ne sont que le miroir de décisions provenant d'opérations de production, commerciales ou financières. Le cash flow généré par une entreprise à partir de son activité d'exploitation permet de procéder aux arbitrages financiers utiles à la couverture de ses besoins de financement du cycle d'exploitation, de conditionner sa survie à long terme et son degré de maîtrise des opérations et de déterminer, au bout de la chaîne, le stock de trésorerie au bilan. Par conséquent, « la formation de la trésorerie témoigne à la fois des décisions de gestion du dirigeant (financement, investissements,...) et de la position de l'entreprise à l'égard des contraintes externes (marché, demande, concurrence, coût de l'endettement, etc.) » (Banque de France 1988, p. 87). Les opérations engagées par une entreprise avec ses partenaires commerciaux (ventes, achats, investissement, emprunt, opération sur le capital, rémunération des créanciers, dividendes, etc.) se traduisent donc avec un décalage dans le temps par des échanges monétaires. 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 à telle sortie de fonds. Dans un marché financier parfait où la firme connaît à l'avance toutes ses opérations, la détention d'un stock de trésorerie n'est pas pertinente. En revanche, dans un environnement de rationnement des capitaux, la synchronisation des opérations de trésorerie est plus difficile. C'est pourquoi, il plane une certaine incertitude sur le montant et le contenu du stock de trésorerie. La trésorerie en termes de stock représente la trésorerie « active » par opposition à la trésorerie nette qui regroupe, dans la version de base, les disponibilités et les concours bancaires courants. La trésorerie a été initialement définie comme l'ensemble des disponibilités correspondant à un stock de monnaie. Mais le développement sans précédent des marchés financiers a conduit à agrandir son assiette par la prise en compte des titres des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières et des titres du marché monétaire (bons du trésor négociables, certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons émis par les établissements de crédit) qui sont, dans certains cas, des substituts parfaits à la monnaie. Si on considère la trésorerie comme étant l'ensemble des actifs liquides permettant de faire face à des dépenses et de conserver temporairement des liquidités pour divers emplois alors une capacité d'endettement non utilisée,

comme la possibilité de mobiliser des lignes de crédit à tout moment, peut être assimilée à de la trésorerie. Dans le contexte plus spécifique des groupes, le problème de la liquidité conduit à s'interroger sur l'influence que peut jouer la politique financière et commerciale intra-groupe notamment en ce qui concerne les prêts et les créances rattachées à des participations, les immobilisations financières autres que les titres mis en équivalence et, les postes « groupe et associés » dans « autres créances » et dans « autres dettes ».

Pour être utile, la trésorerie doit être disponible et ne subir aucune restriction telle que l'existence d'une convention de blocage. En outre, un niveau minimum de trésorerie est un préalable au bon fonctionnement de toute activité. En effet, 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<sup>3</sup>. Dans cet esprit, le rapprochement entre les encaissements de fonds potentiels à court terme et les décaissements virtuels permet de mesurer le risque de cessation de paiement<sup>4</sup>. Cette relation fondamentale dite de trésorerie (Meunier Barolet et Boulmer 1970) a suscité de nombreuses controverses. 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 d'entreprise intéressés par l'évolution de la richesse des actionnaires (Mérigot 1981). Plus généralement, trois groupes de critiques ont été avancés à l'encontre de ce modèle. 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

3. 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.

4. Dans le cadre de la loi du 24 janvier 1985 sur le redressement judiciaire réactualisée par la loi du 10 juin 1994 sur la prévention et le traitement des difficultés des entreprises, la procédure de redressement judiciaire est ouverte à une entreprise dès lors qu'elle est dans l'impossibilité de faire face au passif exigible avec son actif disponible.



boucler son cycle de financement par le recours à des concours bancaires courants. En fin de compte, l'analyse financière de la firme fondée sur le fonds de roulement ignore la possibilité de prendre en compte la trésorerie comme un élément à part entière de la stratégie de la firme et de la gestion des risques financiers. Ceci est d'autant plus regrettable que dans un contexte de développement du rôle de la fonction de trésorerie et de maintien d'une trésorerie importante au bilan, l'expérience montre en effet que les entreprises conscientes de leur détention de trésorerie excédentaire analysent leur équilibre financier en calculant l'endettement net<sup>5</sup> – mettant ainsi en avant la trésorerie comme une variable stratégique –. L'endettement net représente l'endettement financier brut 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 de court terme. Sur le plan de l'équilibre financier, il correspond aux besoins de financement non couverts par les fonds propres c'est-à-dire au fonds de roulement propre<sup>6</sup> auquel on ajoute le besoin en fonds de roulement. (Vernimmen 1976). 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. Cet indicateur résulte de l'opposition entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs. Ce qui revient à minimiser le coût du financement net c'est-à-dire à compenser des frais financiers parfois importants avec des produits financiers. Cependant, l'endettement net ne permet pas d'effectuer une gestion précise des risques financiers (taux d'intérêt, de change, de liquidité et de contrepartie) qui requiert d'autres outils plus sophistiqués et des procédures de contrôle bien établies. Le Financement de la trésorerie

5. L'endettement financier net est une expression construite de toute pièce par les entreprises pour circonscrire le phénomène de détention d'excédent de trésorerie. Il n'existe pas en finance d'entreprise, de littérature cohérente et abondante sur l'endettement financier net à l'exception de Vernimmen (1976), Pene et Husson (1981), Bardos et Lefflatre (1994), Koulayom (1997). 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. En tout état de cause, il offre un exemple de la déconnexion entre la recherche académique et les pratiques professionnelles dont souffrent les sciences de gestion.

6. La notion ancienne de fonds de roulement propre permet d'apprécier l'autonomie dont l'entreprise fait preuve en matière de financement de ses investissements. Il est égal aux capitaux propres auxquels on déduit les actifs immobilisés nets.

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. Autrement dit, il s'agit de considérer la trésorerie comme une contrepartie de la dette. Le solde de liquidité est traité comme si l'entreprise l'utilisait pour se désendetter ; il s'agit d'une manœuvre de désendettement implicite<sup>7</sup>. 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.

Au total, tout comme la trilogie fonds de roulement – besoin en fonds de roulement – trésorerie, l'équilibre financier par l'endettement net ne permet pas de développer une théorie du comportement en matière de trésorerie. L'évolution des différentes approches de la trésorerie suggère simplement la coexistence de deux types de comportements ; l'un d'ordre stratégique et l'autre d'ordre tactique. Ces deux pistes impliquent d'envisager une théorie explicative de la trésorerie bâtie autour des trois propositions valides sous certaines hypothèses de comportement.

### III - HYPOTHÈSES DE COMPORTEMENT

#### *Hypothèse portant sur la fonction de trésorerie*

La considération du facteur trésorerie met en lumière la spécificité de la fonction de trésorerie dont l'utilité ne peut s'expliquer que par l'impact favorable de son activité sur les autres activités de l'entreprise<sup>8</sup> et ce, dans la mesure où elle n'a pas d'autonomie propre par rapport aux décisions de gestion. Certaines entreprises atypiques, en particulier, les grandes entreprises, peuvent avoir intérêt, à court terme, à

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

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



privilegier 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<sup>9</sup>. Compte tenu de ces éléments, beaucoup de théoriciens s'interrogent aujourd'hui sur l'effet déviation de la sphère réelle par la sphère financière. Sans remettre en cause le lien logique entre marchés des biens et marchés financiers, ces travaux rejettent l'hypothèse d'arbitrage entre investissements physiques et investissements financiers<sup>10</sup>. Pour le trésorier prudent et avisé, agissant dans l'intérêt de l'entreprise, la finance n'est pas son métier (Mio 1989)<sup>11</sup> 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, on postule que le but de la gestion de trésorerie à long terme est 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. En d'autres termes, dans la mesure où l'objectif de la firme est de produire plus de richesses qu'elles n'en consomment et à rétribuer les facteurs de production, l'entreprise est emmenée à détenir de la trésorerie que de façon temporaire en anticipant ses futures dépenses d'exploitation pour assurer la continuité des activités et d'investissement pour rentabiliser la richesse des actionnaires.

#### *Hypothèse portant sur la trésorerie zéro*

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 disponibles et de valeurs mobilières de placement et augmente, le cas échéant, ses concours bancaires courants, soit elle se retrouve avec des dispo-

9. Il se peut, en effet, qu'à court terme, comme le souligne le rapport du Conseil National du Crédi de 1989, les entreprises ont trouvé avantageux 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.

10. Voir : Epaillard et Szpiro (1991), Bardos (1993).

11. 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.

nibilités supplémentaires qu'elle pourra transformer en valeurs mobilières de placement ou utiliser pour rembourser ses dettes financières à court terme. A priori, si on avance qu'une gestion financière à la fois prudente et efficace doit tendre vers une trésorerie « zéro », alors cette gestion est prudente : 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 signifie que la trésorerie doit éviter l'apparition d'excédents de trésorerie (synonymes de coûts d'opportunité) comme celle de déficits (synonymes de coûts de financement) qui, s'ils ne peuvent être comblés par le recours au découvert bancaire, signifie l'incapacité à faire face aux paiements prévus. Cette gestion de trésorerie fondée essentiellement sur le motif de transaction consiste à gérer au plus proche de zéro, à l'encaisse minimale par caisse et au délai d'encaissement des divers moyens de paiement.

Or, la mutation financière et le développement des nouveaux produits financiers ont favorisé la croissance des placements financiers et ont conduit de nombreuses entreprises à détenir une trésorerie excédentaire de ce qui est nécessaire pour les besoins d'exploitation. Ceci permet de supposer que deux types de comportements non incompatibles avec la politique de trésorerie zéro coexistent ; il s'agit forcément de faire correspondre les dépenses aux encaissements ou de s'assurer que les profits financiers réalisés à court terme par la fonction de trésorerie couvrent exactement ses coûts de fonctionnement. Une mauvaise gestion de trésorerie peut avoir des conséquences graves en cas de situation de crise,<sup>12</sup> car la détention de trésorerie en excès de ce qui est nécessaire pour ajuster les activités d'exploitation obère la rentabilité de l'entreprise. Inversement, une faiblesse de la trésorerie augmente notablement le risque d'illiquidité. Lorsque les taux d'intérêt sont faibles, le niveau d'encaisse de l'entreprise est plus élevé jusqu'à une certaine limite et vice-versa pour les placements financiers à court terme. En définitive, l'hypothèse portant sur la trésorerie zéro devient une finalité à long terme pour les entreprises dynamiques qui souhaitent accroître leur volume de trésorerie afin de s'approprier à saisir des opportunités d'investissements futurs ou à mieux gérer leurs risques financiers.

12. Notamment en cas de forte inflation.



### *Hypothèse portant sur la croissance*

Les besoins de trésorerie exprimés par les entreprises sont généralement dépendants de la phase de croissance de sorte que la firme en croissance a besoin de plus en plus de liquidités pour assurer en permanence le paiement de ses transactions en augmentation. Dans le cadre d'une stratégie de croissance, une entreprise peut également être emmenée à constituer un stock de liquidités à court terme afin de saisir rapidement les opportunités qui se présentent à elle, en attendant de consolider sa situation, le cas échéant, avec des ressources de financement à long terme. La croissance est vue comme l'accroissement des capacités et des dimensions des firmes en termes de stocks ou de flux. Elle peut être de caractère interne, comme un investissement en actifs productifs, ou externe, comme un investissement en portefeuille. La croissance permet de consolider l'expérience de la firme en exploitant plus ou moins sévèrement ses capacités excédentaires de production. Elle est étroitement liée à la taille et au secteur puisque certaines tailles d'entreprises, comme les grandes entreprises, ont des possibilités de développement limitées et certains secteurs, comme la haute technologie, sont enclins à une plus forte croissance. Une entreprise est dite en croissance lorsque ses bénéfices sont utilisés pour réaliser des investissements dont le taux de rendement est supérieur au coût du capital. Dès lors, les entreprises en croissance sont celles qui connaissent une expansion rapide et créent de la valeur à la suite de transactions ayant un impact sur la trésorerie de l'entreprise.

### IV. - TRÉSORERIE ET MAXIMISATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

Dans la théorie classique, l'entreprise maximise la richesse de ses actionnaires sans être obligée de détenir une trésorerie par anticipation de futures dépenses puisqu'elle peut, selon les hypothèses formulées par Modigliani et Miller (1958), accéder à des financements à tout moment. La prise en compte de la trésorerie comme une variable stratégique permet de confirmer l'existence d'un rendement implicite de la trésorerie. Par conséquent, si la détention de trésorerie est efficace alors cela devrait se traduire par une création de valeur, car on ne voit pas pourquoi la firme supporterait volontairement le coût de la dette plutôt que de se désendetter avec la trésorerie disponible ; la valeur actuelle du cash-flow provenant des titres de placement de l'entreprise étant égale à leur valeur de marché au moment de l'éva-

luation alors que celle de l'encaisse est nulle. Il en résulte la proposition I suivante : *si une firme détient une trésorerie de type stratégique dans son bilan, alors la flexibilité financière qui en découle a un impact positif sur la valeur de cette firme.*

La trésorerie de type stratégique dont il s'agit est la part du stock de trésorerie détenue de façon volontariste qui n'est pas justifiée par un motif d'adéquation des recettes aux dépenses courantes et qui permet de saisir des opportunités d'investissement rentables et/ou d'éviter de tomber en rupture de trésorerie. La part non stratégique du stock de trésorerie permet à l'entreprise d'assurer son équilibre financier. Cette classification permet d'opposer la trésorerie tactique ou d'ajustement à la trésorerie stratégique ou excédentaire.

L'influence du solde de la liquidité sur la valeur de l'entreprise a été mise en évidence par Bhattacharya et Gallinger (1991). Ces auteurs montrent en effet qu'il existe un niveau optimal de liquidité qui permet de maximiser la valeur de la firme pour une structure financière donnée. Par le biais d'un modèle étendu de Modigliani-Miller (1958), ils procèdent à la simulation de situations de trésorerie relatives à des combinaisons de dettes et de fonds propres différentes et concluent en outre que l'impact de la trésorerie a pour effet de diminuer le risque de faillite, le coût de la dette et le coût des fonds propres des entreprises concernées.

Dans la mesure où une augmentation de trésorerie n'est pas due à la génération de cash flow, une relation négative entre la valeur de marché des firmes et leurs activités de collecte de fonds apparaît ; de faibles bénéfices sont ainsi associés à des liquidités faibles et paradoxalement à une diminution de valeur (Huberman 1984). Au-delà d'une préoccupation d'ajustement, la flexibilité financière que la trésorerie confère à l'entreprise a, selon Levasseur (1979), un prix qui l'évalue par la théorie des options. En règle générale, une entreprise qui détient de la trésorerie anticipe le financement éventuel d'opportunités rentables incertaines et/ou la réalisation d'un risque imprévisible. Myers (1977), quant à lui, met en évidence le concept d'opportunité de croissance qui peut être étendu à la trésorerie ; la valeur de la firme étant définie comme la somme de la valeur actuelle nette des flux de revenus futurs et des opportunités de croissance qui peuvent être assimilées à de la trésorerie. Une entreprise qui détient une masse importante de trésorerie ou qui peut émettre des dettes, sans risque, réalisera donc toutes les opportunités d'investissement rentables qui s'offrent à elle.



La trésorerie est une bonne garantie pour les créanciers de l'entreprise car elle est disponible dans un délai rapide sous forme de monnaie. Elle permet aux créanciers de recouvrer leurs créances avec un minimum de risque et ce, sans être obligés de passer par le biais de la cessation de paiement. Pour la théorie des coûts de transaction, le caractère de « redéployabilité » de la trésorerie peut accroître les performances de l'entreprise en cas de liquidation (Williamson 1988). La théorie des coûts de transaction considère ainsi la trésorerie comme un actif non spécifique qui doit par conséquent être financé par de la dette. Inversement, la liquidité des actifs est parfois traitée comme un élément d'augmentation de la capacité d'endettement et de diminution du risque de faillite. En tant que bon collatéral pour les créanciers, la trésorerie stratégique est assimilée à une capacité d'endettement. 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 crédi, 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. Par exemple, Shleffer et Vishny (1992) expliquent pourquoi les entreprises à faibles liquidités sont peu attractives et ont, par conséquent, des valeurs de liquidation très faibles. Parmi les actifs les plus visibles qui peuvent donc servir à l'exécution d'un engagement crédible de la firme, Porter (1980) cite les excédents de liquidités. Ceux-ci donnent un avantage compétitif 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. Plus généralement, la spécificité des actifs est un facteur réducteur du risque d'opportunisme et une source de création de valeur additive. En fin de compte, le paradoxe de la liquidité réside dans le fait qu'un niveau de liquidité important apporte une garantie aux créanciers mais l'inclination de la firme à vouloir utiliser la capacité d'endettement qui en résulte, crée un nouveau risque. 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. Le modèle de Morris (1983) permet de décrire ainsi la trésorerie comme une valeur de portefeuille dont la finalité est de diminuer le risque systématique de l'investisseur.

#### V. - TRÉSORERIE, CONTRAINTE DE LIQUIDITÉ ET CONFLIT D'AGENCE

Les actifs liquides permettent à une entreprise non seulement d'ajuster leur besoin de financement du cycle d'exploitation, d'investir dans des opportunités d'investissement rentables, de gérer des risques mais aussi de verser des dividendes. Quel que soit le taux d'intérêt, il existe un niveau de trésorerie en dessous duquel il ne faut pas descendre, faute de quoi l'entreprise tomberait en cessation de paiement ou serait incapable d'assurer le financement de sa croissance. Une forte contrainte de liquidité pèse donc sur l'entreprise. Ceci permet de mettre en évidence la proposition 2 suivante : *s'il pèse une forte contrainte de liquidité sur une entreprise donnée, sa politique d'investissement sera étroitement liée à ses possibilités d'accumulation de trésorerie.*

La contrainte de liquidité peut dépendre de l'effet secteur. L'investissement des petites entreprises est ainsi plus sensible à la contrainte de liquidité que celui des grandes entreprises (Audretsch and Elston 1994). L'insuffisance des fonds propres peut affecter notablement le développement et la croissance des entreprises en provoquant leur défaillance. De ce fait, leur survie est conditionnée par la maîtrise de la contrainte de liquidité (Hotz-Eakin, Jouffran 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. Vogt (1994), quant à lui, propose 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 les opportunités d'investissement et le thème de l'investissement discrétionnaire pour les investissements à valeur actuelle nette négative<sup>13</sup>. Bien évidemment, l'existence d'une trésorerie de type stratégique développée précédemment apparaît comme une réponse pour lever une partie des contraintes de liquidité qui pèsent sur l'entreprise. En fait, cette notion de trésorerie de type stratégique a permis de montrer que la pratique de la trésorerie d'ajustement n'est plus efficace lorsqu'une partie de la trésorerie est déterminée indépendamment de l'évolution des besoins de financement nécessités par le cycle d'exploitation.

13. Voir aussi Koulayom (1998).



Plutôt que d'affecter ces fonds à des investissements rentables (voir proposition 1) ou à défaut de les verser sous forme de dividende, les dirigeants d'une firme peuvent décider de les affecter à des dépenses leur permettant d'augmenter les avantages non pécuniaires (voitures de fonction, bureaux spacieux, avions, déjeuners d'affaires somptueux...). Ces projets à valeur actuelle nette négative s'opposent à l'intérêt social de l'entreprise et ne sont possibles qu'en situation de « free cash flow ». Le free cash-flow est le cash-flow en excès après le financement de tous les projets à valeur actuelle nette positive avec un coût de capital raisonnable (Jensen 1986). Il consiste ainsi en un gaspillage de liquidités perpétré par les dirigeants qui va à l'encontre des intérêts des actionnaires<sup>14</sup>. Il en résulte la proposition 3 suivante : *si une entreprise n'ayant pas d'opportunités d'investissement rentables génère du free cash-flow mais ne verse pas de dividendes à ses actionnaires, ces derniers vont se désengager progressivement de l'entreprise qui va voir sa valeur diminuer dans un mouvement pouvant aller jusqu'à sa liquidation.*

Bien que les dirigeants soient incités à minimiser le risque de faillite de leur firme car leur maintien à ces postes en dépend, ils 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. Les actionnaires vont faire pression autant qu'ils peuvent sur l'équipe de direction de manière à ce que l'exécédent de trésorerie non directement utilisé pour la maximisation des richesses de la firme leur soit restitué. Dans le cas contraire, ils chercheront à récupérer leur investissement en se débarrassant des titres de propriété qu'ils possèdent sur la firme. La politique de dividende entreprise par la firme peut être ainsi 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. Dans cet élan, Donaldson (1963) montre que les gestionnaires penchent pour un niveau maximum de flux de liquidités contrairement

14. Voir Jensen et Meckling (1976).

aux actionnaires qui s'intéressent plus aux profits et aux dividendes<sup>15</sup>. Pour Jensen (1986), la présence de free cash-flow est un véritable facteur d'incitation au renouvellement de l'équipe dirigeante par le biais d'opérations de prises de contrôle. Ceci conduit à dynamiser un marché des prises de contrôle où les équipes dirigeantes non efficaces sont éliminées ; l'efficacité se mesurant par l'aptitude de l'équipe à manœuvrer dans l'intérêt des actionnaires.

#### DISCUSSION ET CONCLUSION

Le développement des trois propositions relatives aux relations qu'entretiennent la trésorerie avec la création de valeur, la contrainte de liquidité et les conflits d'agence a permis de comprendre pourquoi 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. Sous certaines hypothèses discutées dans cet article, le comportement de l'entreprise en matière de trésorerie est décrit dans la proposition 1 comme un signal émis par une entreprise à destination du marché, car si la détention de trésorerie est efficace, elle devrait se traduire par la valorisation du cours du titre notamment lorsque l'entreprise se trouve en phase de croissance. Inversement, la proposition 3 explique dans quelle mesure en suscitant des problèmes d'agence, la détention de trésorerie fait diminuer la valeur de la firme. Ainsi, si la présence d'opportunités d'investissement rentables pousse les entreprises à se constituer des stocks de trésorerie de type stratégique, l'expérience montre qu'une société à très forte liquidité présentant des problèmes d'agence verra ses actionnaires demander le remboursement de leur investissement. Dans ce cas, si cette firme est cotée en bourse, elle verra sa valeur diminuer. En effet, une « coquille vide » est 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 activi-

15. 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.



tés autour d'un métier de base. Ajouter à cela, la présence de « free cash-flow » montre pourquoi certaines firmes détiennent de la trésorerie de type stratégique alors qu'elles n'ont pas d'opportunités d'investissement rentables.

Dans un autre registre, la proposition 2 a permis d'expliquer pourquoi la trésorerie est devenue un élément primordial de la politique d'investissement. S'il est vrai que la contrainte de liquidité s'exerce de manière intensive sur les entreprises ayant les plus faibles volumes de trésorerie, la réalité montre qu'elle pèse également sur les entreprises les plus petites qui font face aux restrictions de prêt les plus sévères. Ces dernières sont contraintes d'accumuler des réserves de liquidités, d'où le nombre important de faillites d'entreprises dues à des crises de liquidité. Bien entendu, l'existence d'une trésorerie de type stratégique apparaît comme une réponse pour lever une partie des contraintes de liquidité qui pèsent sur l'entreprise. Les firmes qui possèdent un retard d'investissement ou qui ont une contrainte de liquidité importante sont tentées d'accumuler leur stock de trésorerie, en particulier, les années précédant leurs investissements. 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 le plus souvent leurs entrées et leurs sorties de fonds. En outre, l'appartenance à un groupe permet aux entreprises de bénéficier d'une double protection puisqu'elles peuvent accéder à de nombreux financements au moindre coût qu'elles n'auraient pas eu si elles étaient indépendantes.

En fin de compte, chaque entreprise doit arbitrer entre détenir une trésorerie de type stratégique pour préparer sa croissance et gérer ses risques financiers et détenir une trésorerie d'ajustement en synchronisant ses flux monétaires et en évitant l'émergence de flux cash-flow.

#### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BANQUE DE FRANCE, *Méthodologie d'analyse financière*, Centrale de Bilans, S.A.M., Collection Entreprises, 1988.
- BARDOS M. ET LEFILLIATRE D., « Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés », *Bulletin de la Banque de France*, 1er Trimestre, Supplément Études, 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.

- BAUMOL W.J., « The transaction demand for cash: an inventory theoretical approach », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 66, novembre, 1952, p. 545-556.
- BHATTACHARYA A. K. ET GALLINGER G. W., « Value, capital structure, and liquidity : simulation », in Kim Y. H. and SRINIVASAN V., *Advances in working capital management*, Vol. 1, 1991, p. 49-65.
- BREALEY R. ET MYERS S., *Principles of corporate finance*, MacGraw Hill, 1991.
- DONALDSON G., (1963), « Financial goals : management versus stocks holders », *Harvard Business Review*, 1963,
- EPAULARD A. ET SZPRO D., « Investissement financier, investissement physique et désendettement des firmes : y a-t-il un arbitrage ? », *Revue Economique*, n° 4, Juillet, 1991, p.701-732.
- FAZZARI S., HUBBARD R. G. ET PETERSSEN B., « Financing constraints and corporate investment », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 1988, p. 141-195.
- HOLTZ-EKIN D., JOLFAIAN D. ET 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. ET SCHARSTEIN D., « Corporate structure, liquidity and investment : evidence from Japanese industrial groups », *Quarterly Journal of economics*, February, 1991, p. 33-60.
- HUBERMAN G., « External financing and liquidity », *Journal Finance*, July, 1984, p. 895-910.
- 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. ET MECKLING W. H., « Theory of firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, n° 3, 1976, p. 305-360.
- KEYNES J. M., *General theory of employment, interest and money*, Harcourt, Brace and Co, 1935.
- KEYNES J. M., « Alternatives theories of interest », *Economical Journal*, January, 1937, p. 241-252.
- KOULAYOM H., « Trésorerie des entreprises industrielles et politique d'investissement : une vérification sur données de panel », *Revue d'Economie Politique*, Janvier-Février, 1998.
- KOULAYOM H., « Nouvelle méthodologie d'analyse financière : l'endettement net », *Revue du Financier*, n° 108, 1997, p. 27-57.
- LEVASSEUR M., *Gestion de la trésorerie*, Economica, 1979.
- MARKOWITZ H., *Portfolio selection : efficient diversification of investments*, John Wiley and Sons, 1959.
- MCSTANCL J., « The determination of corporate holdings of cash and marketable securities », In Mock E. J., *Financial decision making*, International Textbook Co, 1964.



- MÉRIGOR 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 », Dunod, 2 tomes, 1970.
- MILLER M ET ORR D., « A model of the demand for money by firms », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, août, 1966, p.413-435.
- MIO M., « La trésorerie d'entreprise est-elle un centre de profit ? », *Comptes Rendus Financières*, 1989, p. 222-224.
- MODIGLIANI F. ET 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.
- MYERS S. C., « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, Vol n° 2, juillet, 1977, 147-175.
- MYERS S. C., « The capital structure puzzle », *Journal of Finance*, Vol. 39, Juillet, 1984, p. 575-592.
- PÈNE D. ET HUSSON B., « L'effet de levier de la dette et la détection de situations financières privilégiées », *Analyse Financière*, 1er et 2ème Trimestre, 1981.
- PORTER M. E., *Competitive strategy : techniques for analysing industry and competitors*, Free Press, 1980.
- SHLEIFER A. ET VISHNY R. W., « Liquidation values and debt capacity : a market equilibrium approach », *Journal of Finance*, Septembre, 1992, p. 1343-1366.
- TOBIN J., « The interest elasticity of transaction demand for cash », *Review of Economics and Statistics*, Vol. 38 août, 1956, p. 241-247.
- VEMIMMEN 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.
- WILLIAMSON O. E., « Corporate finance and corporate governance », *Journal of Finance*, n° 43, July, 1988, p. 567-591.

## GESTION ET THÉORIE COMPTABLES



**Directeur de la Publication**

*Henri Savall*  
 Professeur à l'Université Lumière Lyon 2  
 Directeur de l'ISEOR

Imprimerie : *Compo-System, 480 route de la Glande, 69760 Limonest*

Secrétariat de Rédaction - Administration - Abonnements - Diffusion  
 Les propositions d'articles sont à adresser à l'ISEOR

Les abonnements à la Revue Sciences de Gestion sont  
 à souscrire auprès de :

**Revue Sciences de Gestion****ISEOR**

15, chemin du Petit Bois  
 69130 Ecully (France)  
 tél. (33) 4 78 33 09 66 - fax (33) 4 78 33 16 61  
[www.iseor.com](http://www.iseor.com)

**Tarifs d'abonnement annuel valables pour 2001 et 2002  
 (4 numéros par an)**
**FRANCE ET ÉTRANGER**

Enseignants 390 F. TTC soit (59,45 €)  
 Bibliothèques, Établissements d'enseignement et Entreprises 950 F. TTC soit (144,82 €)  
 pour deux exemplaires  
 Étudiants, doctorants 250 F. TTC soit (38,11 €)

Frais de port inclus

Prix de vente au numéro

165 F. TTC soit (25,15 €)

**CD ROM - 20 ans de Revue SCIENCES de GESTION**

6500 pages d'articles en version intégrale

Enseignants 580 F. TTC soit (88,42 €)  
 Bibliothèques, Établissements d'enseignement et Entreprises 1 100 F. TTC soit (167,69 €)  
 pour deux exemplaires  
 Étudiants, doctorants 380 F. TTC soit (57,93 €)

Frais de port en sus

**Revue SCIENCES de GESTION****DIRECTION**

*Henri SAVALL*, Professeur à l'Université Lumière Lyon II,  
 Directeur de l'ISEOR, Centre de recherches associé  
 à l'Université Lumière Lyon II et à l'EM Lyon  
 Rédaction - ISEOR

**Comité de coordination**

Revue Sciences de Gestion - Revue Française de Gestion  
*Henri SAVALL*  
*Jean-Marie DOUBLET* (directeur des publications FNEGE)

**Comité d'honneur**

*Alain BENSOUSSAN*, Professeur à l'Université Paris IX Dauphine,  
 Président du Centre National des Études Spatiales  
*Marcel CAPET*, Professeur Émérite  
*Gay DEVILLEBICHOT*, Professeur Honoraire, Université Toulouse I  
*Jacques LESOURVE*, ancien Professeur au CNAM, Président de Futuribles International  
*André PAGE*, Professeur, Directeur Honoraire des IAE  
*Sylvain WICKHAM*, Professeur Émérite

**Comité scientifique**

*Jacky AKOKA*  
*Michel ALBOUY*  
*Jacky AKOKA*  
 CNAM - Paris  
*Michel ALBOUY*  
 Université Pierre Mendès France  
 Grenoble II  
*José ALLOUCHE*  
 Université Paris I - Sorbonne  
*Michel BERRY*  
 École Polytechnique (CRG) et CNRS  
*Francis BIDAULT*  
 Thèses - Sophia-Antipolis  
*François BLANG*  
 Université de Clermont-Ferrand  
*Alain BURLAUD*  
 CNAM - Paris  
*Roland CALORI*  
 E.M. Lyon (École de Management)  
*Geneviève CAUSSE*  
 Université Paris XII - Val-de-Marne  
*Jean-Louis CHANDON*  
 Université Aix-Marseille III  
*Alain CHANLAT*  
 HEC - Montréal  
*Gérard CHARREAUX*  
 Université de Bourgogne  
*Bernard COLASSE*  
 Université Paris IX - Dauphine  
*Hubert de La BRUSLERIE*  
 Université Paris I - Sorbonne  
*Alain DESREUMAUX*  
 Université Lille I  
*Serge EVAERT*  
 Université Montesquieu - Bordeaux IV  
*Marc FILSER*  
 Université de Bourgogne  
*Jacques GIRIN*  
 École Polytechnique (CRG) et CNRS  
*Jean-Pierre HELFER*  
 Université Paris I-Sorbonne  
*Gérard HIRIGOYEN*  
 Université Montesquieu - Bordeaux IV  
*Jacques IGALENS*  
 Université Toulouse I  
*Claude JAMETUX*  
 Université de Savoie  
*Michel KALIKA*  
 Université Paris IX - Dauphine



Hervé LAROCHE  
Jacques LEBRATY  
Michel LEVASSEUR  
Michel MARCHESNAY  
Jean-Claude MOISDON  
Robert PATUREL  
Jean-Louis PEAUCELLE  
Roland PEREZ  
Jean-Marie PERETTI  
Yvon PESQUEUX  
Bernard PRAS  
Robert REIX  
Maurice SAIAS  
Henri SAVALL  
Géraldine SCHMIDT

Jean-Claude TARONDEAU  
Robert TELLER  
Jacques THEPOT  
Georges TREPO  
Raymond-A. THIETART  
Sabine URBAN

Charles VAILHEN  
Christian VULLIEZ

Charles Henri d'ARCI-MOLES  
Albert DAVID  
Isabelle HUAULT  
Frédéric Le ROY  
Frédéric WACHEUX

EAP - ESC-Paris  
Université de Nice Sophia-Antipolis

Université Lille II

Université Montpellier I

École des Mines (CCS) - Paris

Université de Toulon - Var

Université de la Réunion

Université Montpellier I

Université de Corte et Essec

CNAM - Paris

Université Paris IX - Dauphine et Essec

Université Montpellier II

Université Aix-Marseille III

Université Lumière Lyon II

Université Nancy II et Université

Paris I-Sorbonne

Université Paris X - Nanterre

Université de Nice Sophia-Antipolis

Université Louis Pasteur - Strasbourg I

HEC-Jouy-en-Josas

Université Paris IX - Dauphine et Essec

Université Robert Schuman

Strasbourg III

Université Rennes I

CCI de Paris

#### Comité de lecture

Université François Rabelais - Tours  
Université d'Evry

Université Paris XII - Val de Marne

Université Montpellier I

Université Paris IX - Dauphine



.../...  
Dès son origine, la *Revue Sciences de Gestion* dont j'avais proposé la création à François Perroux, s'est fixée quatre objectifs majeurs, tout aussi importants aujourd'hui qu'en 1978. Ils en constituent la doctrine rédactionnelle.

*La Revue Sciences de Gestion* souhaite publier des textes d'innovation conceptuelle et promouvoir une politique de qualité et de rigueur des articles publiés, en assurant une transparence méthodologique et épistémologique, et en suscitant des controverses et débats entre collègues de la discipline.

L'ouverture internationale est un second objectif. C'est pourquoi, depuis l'origine, tous les articles sont publiés avec un résumé en trois langues : français, anglais et espagnol.

Le troisième objectif est la tolérance scientifique entre auteurs d'une part, entre auteurs et rapporteurs d'autre part. Le comité scientifique, dont la composition s'est régulièrement enrichie au fil des ans, est représentatif d'une grande variété de choix méthodologiques, de paradigmes, de thématiques de recherche et d'institutions de recherche. Un comité de lecture permettra désormais d'associer des collègues de la jeune génération.

.../...

1. Se référer au bilan de 20 ans de *Revue* publié dans la revue *Sciences de Gestion* n° 8 - 9 / 1998 par Henri Savall : « Réflexions sur une jeune discipline en voie de maturité », p. 9 à 23, numéro spécial XX<sup>ème</sup> anniversaire « Confiance et Gestion », collection Economies et Sociétés, ISMEA.

Cf. aussi le CD ROM « Sciences de Gestion - 1998 - 20 années de la *Revue* » - comportant le texte intégral de tous les articles des 25 premiers numéros - disponible auprès de l'ISEOR.



.../...

*Enfin, c'est une conception globale et unitaire de notre discipline qui entend promouvoir la Revue Sciences de Gestion, en contraste avec les segmentations fonctionnelles traditionnelles.*

*Le rayonnement en France et à l'étranger de la revue s'est accéléré ces dernières années, accompagnant le renouveau de la francophonie et de la francophilie qu'il conçoit de soutenir. Ainsi la revue paraît désormais au rythme de quatre numéros par an : Printemps, Été, Automne et Hiver dès 2001.*

*Le développement international de la Revue sera en outre renforcé par la publication, chaque année à compter de 2002, de deux numéros spéciaux composés, l'un d'articles inédits en anglais, l'autre d'articles inédits en espagnol. Ce développement se fera en partenariat avec les principales revues étrangères de langues française, anglaise et espagnole.*

*Pour faire face à son développement accéléré, la Revue Sciences de Gestion devient une revue indépendante et de plein exercice, en accord avec l'actuel Président de l'ISWEMA. L'ensemble des activités de secrétariat de rédaction, d'administration, de gestion des abonnements et de diffusion sont désormais assurés par l'ISEOR.*

*Henri Savall*

#### ADRESSES PROFESSIONNELLES DES AUTEURS

BERNARDI Yanick

Docteur  
IAE Aix-en-Provence  
CEROG  
Clos Guior  
13540 - Puyricard

BESSIRE Dominique

Professeur  
IAE d'Orléans  
Domaine Universitaire  
Rue de Blois - BP 6769  
F - 45067 - Orléans Cedex 2

BRECHET Jean-Pierre

Professeur  
IAE de Nantes  
Rue de la Sensive du Tertre  
BP 62232  
44322 - Nantes Cedex 3

CRISTALLINI Vincent

Maître de Conférences  
Université Lumière Lyon 2  
ISEOR  
15 Chemin du Petit Bois  
69130 - Ecully

DESREUMAUX Alain

Professeur  
IAE de Lille  
104 avenue du Peuple Belge  
59043 - Lille Cedex

GAUZENTE Claire

Maître de Conférences  
Université d'Angers  
Faculté de Droit  
13 allée F. Mitterrand - BP 3633  
49036 - Angers Cedex 01

GUIEU Gilles

Maître de Conférences  
Université de la Méditerranée  
IUT d'Aix - Département GEA - Gap  
Rue Bayard - BP 1002  
05010 - Gap Cedex

KALIKA Michel

Professeur  
Université Paris IX Dauphine - CREPA  
Place du Mal. de Laitre de Tassigny  
75775 - Paris Cedex 16



KOULAYOM Henri

Maître assistant  
Université de Bangui  
(République Centrafricaine)  
et Chercheur au CEREG  
(Université Paris-Dauphine)  
BP 927 - Bangui  
(République Centrafricaine)

POLGE Marion

Maître de Conférences  
Université d'Avignon  
CREDO et ERPI Montpellier 1  
74, rue Louis Pasteur  
84000 - Avignon

TABATONI Pierre

Professeur, Membre de l'Institut  
Académie des Sciences Morales  
et Politiques  
23, quai Conti  
75006 - Paris

VATTEVILLE Eric

Professeur  
IAE de Rouen  
Boulevard A. Stegfried  
76821 - Mont Saint-Aignan Cedex

*Conférence invitée*

**Valeurs et intérêts :  
paradoxes de la protection de la vie privée  
dans la société d'information**

Pierre Tabatoni  
de l'Institut

Cher président, je vous remercie de votre invitation, sous l'égide du souvenir commun de notre maître François Perroux. Elle me permet de revoir, à Lyon, notre éminent collègue le Premier Ministre et Député-Maître Raymond Barre, grand ami de François Perroux, que j'ai eu quelquefois l'honneur et le plaisir d'accompagner. Son action replace Lyon au cœur de l'Europe, capitale culturelle, politique, et financière. Venu à Lyon de Paris, je me souviens du proverbe latin qui rendait hommage à la qualité et la rigueur des juristes lyonnais : « tremblant comme le rhéteur venant (de l'extérieur) plaider devant les magistrats de Lyon » (*tremens ut Lugdunensem rhetor acturus ad aulam*). Soyez indulgent. Je ne peux m'empêcher de penser au rôle historique du négociant et de la banque dans cette grande cité. Déjà au 16<sup>ème</sup> siècle la Foire de Lyon et ses réseaux monétaires étaient le plus important marché des lettres de change du monde, avec son « écu de marc ». Il y a trente ans, comme Vice-président de la Communauté Européenne vous aviez, si clairement posé, dans le rapport Barre, les bases de la future monnaie unique.

\* Conférence de Pierre Tabatoni, membre de l'Académie des sciences morales et politiques, fondateur du premier Institut d'Administration des Entreprises (IAE d'Aix-en-Provence) et co-fondateur de l'Université Paris-Dauphine, à la Journée Annuelle François Perroux, organisée par la Fondation Perroux et l'Association des Amis de François Perroux.