



**HAL**  
open science

## Le renouvellement de la fonction de trésorerie au sein de la fonction financière de la firme

Henri Koulayom

► **To cite this version:**

Henri Koulayom. Le renouvellement de la fonction de trésorerie au sein de la fonction financière de la firme. *La Revue du Financier*, 1996, No 106 (p. 32-47.). hal-01149117

**HAL Id: hal-01149117**

**<https://auf.hal.science/hal-01149117>**

Submitted on 11 May 2015

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

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

# **Le renouvellement de la fonction de trésorerie au sein de la fonction financière de la firme**

Par Henri Koulayom  
Chargé de mission <sup>(a)</sup>

Direction Générale du Crédit - Banque de France

*Depuis les années 80, la gestion financière a pris une place accrue dans les firmes, en particulier en ce qui concerne la fonction de trésorerie. Cependant, la finalité des firmes est bien restée industrielle et n'est pas devenue financière. Après les années 70 axées sur la trésorerie zéro, le trésorier est chargé essentiellement de la gestion des risques financiers, notamment des risques de taux et de change. Il n'a pas en général vocation à s'ériger en centre de profit ; il est plutôt un centre de responsabilité, vital pour l'entreprise.*

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). 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 (Bardos 1993, p.154). Dès lors, la qualité de leur gestion financière dans un contexte de volatilité accrue, a joué un rôle plus déterminant qu'auparavant sur la performance globale de l'entreprise. Le renouvellement de la fonction de trésorerie qui s'en est suivi, s'explique par la résurgence d'activités à rebondissements stratégiques<sup>1</sup>. 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 sans précédent 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, le débat sur l'activité fondamentale de la firme. En réalité, les firmes industrielles n'ont pas changé leur vocation première qui consiste selon la Banque de France (1988, p.3) à produire plus de richesses qu'elles n'en consomment et à rétribuer les facteurs qu'elles mettent en oeuvre (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 et demeure encore, la mise en oeuvre 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 la gestion des risques financiers d'autre part.

## **Devenir des firmes face aux réformes des marchés financiers**

La pression du système financier sur l'économie réelle est de plus en plus forte. Le devenir des firmes reste toutefois tributaire de l'objectif de maximisation des richesses. 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 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 à l'échelle de la planète. 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). 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. Enfin, 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 la propension actuelle des entreprises à conserver un stock de trésorerie significatif.

## **Coexistence entre placements financiers et investissements productifs**

Dans une perspective de gestion de la liquidité, la finalité de création de richesses est secondaire à l'objectif de survie (Gallinger et Healey 1991). L'évolution frappante des marchés financiers durant ces dernières années renvoie 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 souvent risquée.

En effet, la prise en compte de l'environnement financier dans la gestion de l'entreprise est source d'incertitude (Issoulié et Thomas-Roubine 1987). Ainsi, certaines firmes ont accru le poids qu'elles accordent à la fonction financière pour réduire les risques induits par le contexte économique incertain en s'appuyant

sur les potentialités de l'innovation financière qui autorisent des possibilités de rémunération au moindre risque.

L'impact de cet environnement 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.

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 le 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.

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 outil de production. C'est seulement dans un second temps qu'elles affectent leur encaisse résiduelle à 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 Paraque 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 1996). 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 dimensions d'analyse peuvent être dégagées. En pre-

mier 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. Pour Pène (1988), 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.). 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<sup>2</sup>. 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<sup>3</sup>.

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.

## 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<sup>4</sup>. 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<sup>5</sup>. 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<sup>6</sup>. 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<sup>8</sup>.

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

#### Encadré : 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 sont passés par ce qu'il est convenu d'appeler la règle des "3D" : décloisonnement, déréglementation et désintermédiation. Le système propose dorénavant une intégration des différents marchés par le biais de l'impulsion d'une plus grande concurrence et un mécanisme d'emprunts directs sans intermédiation. Tout se passe, en effet, comme si l'économie avait franchi un cap décisif qui l'a littéralement poussée d'un système de financement bancaire à un système de financement nourri par les marchés financiers et ce, d'autant plus que la part des institutions financières dans le financement de l'économie est revenue en France de plus de 80% dans les années 70 à moins de 60% ces dernières années (Castel et Ullmo 1991). Tout un ensemble de réformes et de mesures a été pris pour conduire, selon la formulation des autorités du marché, la place financière française à des conditions de compétitivité comparables aux autres pays. A l'origine, le système de financement des entreprises françaises était dominé par le financement en provenance des banques. Mais ce régime s'est avéré être un handicap face au développement d'une économie internationale en plein aménagement et s'acheminant vers une intégration financière mondiale. En conséquence, le courant de réformes qui a débuté en France dans les années 80, s'est appuyé sur les expériences anglo-saxonnes où les marchés financiers tiennent déjà une place primordiale dans le mécanisme de financement des entreprises. Plusieurs lois ont été ainsi promulguées par le législateur (loi sur l'orientation de l'épargne vers les entreprises dite loi Monory du 13 juillet 1978, loi du 13 juillet 1979 sur les fonds communs de placement, loi du 3 janvier 1983 sur la création des obligations à bons de souscriptions d'actions, des certificats d'investissement et des titres participatifs, loi bancaire du 24 janvier 1984, loi du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique (modifiée par la loi du 30 décembre 1991), loi du 14 décembre 1985 sur la création des billets de trésorerie, des bons de trésor négociables, des bons des institutions financières spécialisées (BISF) et des bons des sociétés financières (BSF), loi du 13 juillet 1987 relative à l'orientation de l'épargne, la loi du 17 juin 1987 relative au rachat de l'entreprise par ses salariés, loi du 22 janvier 1988 relative aux bourses de valeurs et à la création des sociétés de bourse, loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, loi du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence du marché financier, etc.). Des mesures portant sur les structures du marché financier ont été mises en place par les autorités : la suppression de l'encadrement du crédit, la suppression du contrôle des changes, l'ouverture du second marché le 1er février 1983, l'ouverture du marché à terme des instruments financiers (MATIF), l'ouverture du marché des options négociables de Paris (MONEP), la mise en fonctionnement de la cotation assistée par ordinateur à la Bourse de Paris, l'aboutissement du Projet de Règlement et Livraison à la Bourse de Paris (RELIT), les privatisations d'entreprises, le développement du Marché Unique, la transposition en France de la directive sur les services d'investissement, etc. Ce souffle de libéralisation a stimulé l'apparition de nouveaux produits financiers, de nouveaux marchés, au perfectionnement de certains instruments financiers et à une meilleure utilisation d'anciens marchés.

En premier lieu, le financement par fonds propres peut dorénavant se faire par le biais des actions à bons de souscription d'actions, des certificats d'investissements ou des actions à dividende prioritaire sans droit de vote au lieu de subir une double contrainte en cas d'appel direct aux fonds propres<sup>4</sup>. En second lieu, l'émergence de titres hybrides, tels que les titres subordonnés, les titres participatifs, les obligations convertibles et les obligations à warrants, a amenuisé la frontière entre les fonds propres et les dettes. En troisième lieu, certaines firmes peuvent se financer directement sur le marché monétaire par le truchement de l'émission de billets de trésorerie ou continuer à recourir à un financement bancaire plus flexible comme les certificats de dépôt. 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 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. Le modèle du financement par consortium et les relations bilatérales coexistent dans ce système où chaque modèle

présente des avantages et des inconvénients. 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). Ce qui 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 efficacité 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 entreprises à délaisser le financement de type bancaire pour privilégier d'autres types de financement international. Tout ce mouvement correspondant à une concurrence accrue des banques et un rapport de force plus favorable avec les entreprises, a parfois 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 ou 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).

la dissemblance existante entre les deux types d'organisation, il faut revenir aux dispositions de la loi bancaire<sup>9</sup> 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 de type publique et à des produits standardisés alors que les firmes bancaires et financières traditionnelles s'accrochent par ailleurs à une information de type privée issue des relations de financement. Seules, les firmes financières disposent de possibilités de collecte de ressources très larges 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, ce qui 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<sup>10</sup>. Le rôle des firmes financières est plus que jamais vital pour le système financier dans la mesure où leurs connaissances des risques industriels des entre-

prises sont importantes. 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<sup>11</sup>. 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"<sup>12</sup>. Les investisseurs changent, les financiers prennent le pouvoir et les actionnaires minoritaires du poids (Le Bourdonnec 1994). 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<sup>13</sup>. 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 représente d'ores et déjà pour les sociétés françaises cotées, un apport nouveau sur le plan de la réflexion, n'a pas conduit à ce jour le législateur à modifier la loi de 1966 pour favoriser l'application du modèle du gouvernement des entreprises<sup>14</sup>. Par ailleurs, il n'est pas rare de voir des dirigeants fondateurs mis à la porte des entreprises qu'ils ont créées ou être contestés sur des problèmes de gestion<sup>15</sup>. Toutefois, certains dirigeants considèrent qu'il s'agit d'un effet mode qui n'est pas de nature à remettre en cause la loi sur les sociétés. Ceci est d'autant plus vrai que certaines propositions du modèle ont déjà été expérimentées dans le passé.

A partir du moment où les activités traditionnelles bancaires ont décliné au détriment de celles des entreprises qui sont autorisées à effectuer quelques activités de type bancaire, il est normal que les firmes financières redéployent leur action sur d'autres besoins afin de maintenir leur marge<sup>16</sup>. 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 ou 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.

## 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. 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 en plus important d'entreprises qui gèrent une trésorerie nette positive a poussé 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<sup>17</sup>. 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.

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 oeuvre 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.



## 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<sup>18</sup>. 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"<sup>19</sup>. 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'efficacité contractuelle réside dans l'appel à un marché. En effet, les liquidités<sup>20</sup> 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 oeuvre 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 mouvant. En entretenant une activité de trésorerie dynamique, l'entreprise entend généralement minimiser le coût de son financement en neutralisant au mieux les risques financiers<sup>21</sup>. La mise en oeuvre 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 (Porter 1980)<sup>22</sup>. 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<sup>23</sup>. 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<sup>24</sup>, De La Bruslerie (1983)<sup>25</sup> 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 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). 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<sup>26</sup>. 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, ...),
- 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 nécessitent 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<sup>27</sup>. La mise en place de dispositifs de formation des cadres<sup>28</sup>, de collecte des informations et, de gestion de la dette et des échéances contribuent à l'efficacité du système.

La tendance rénovatrice de la fonction de trésorerie est particulièrement observable dans les groupes<sup>29</sup> qui se donnent des moyens de plus en plus importants en se dotant de 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; ce qui accroît le cas échéant le levier financier. De fait, cette fonction apparaît de plus en plus importante dans les grands groupes industriels<sup>30</sup> comme une entité autonome largement "bancaisée"; 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<sup>31</sup> permet ainsi de maximiser l'intérêt du groupe, la société mère (ou le holding) étant en meilleure position pour négocier les conditions bancaires. 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 allant au groupe :

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

## Mise en oeuvre de la gestion de trésorerie

Pour Gallinger et Healey (1991), l'objectif fondamental de la gestion de trésorerie est d'assurer la solvabilité de la firme. Il dépend de l'allocation des ressources, de la liquidité des actifs, de la profitabilité de la firme et son aptitude à honorer ses engagements vis-à-vis des tiers. 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<sup>32</sup>. 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 ;
- 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<sup>33</sup>. 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 rela-

tions 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 termes 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 bénéfiques 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 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<sup>34</sup>. La situation actuelle a conduit le responsable de la trésorerie à être l'un des plus grands interlocuteurs du chef d'entreprise.

Le trésorier prend des décisions dans un environnement incertain en faisant face à des risques d'origine externe et interne à l'entreprise. 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<sup>35</sup> 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, mais pour faire de la fonction de trésorerie un véritable centre d'exploitation<sup>36</sup> 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<sup>37</sup>. 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 sur les marchés de swaps, de Metallgesellschaft sur les marchés à terme de pétrole, de Koshima Oil sur le marché des changes et de Pechiney 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 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 vigi-

lants et dépendant directement de la direction générale (Schlumberger 1996).

Avec la sophistication du métier de trésorier, on va irrévocablement vers une envolée des moyens de financement de plus en plus complexes et un poids grandissant des actifs de trésorerie 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<sup>38</sup>. 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 de la gestion des risques :

- son maintien 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.

## Conclusion

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 global de la politique générale de la firme. Du reste, elle s'explique par son impact favorable sur les autres activités de l'entreprise<sup>39</sup> 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 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 traduit une forte implication de leur direction générale dans le suivi de la gestion des risques financiers.

## Notes

(a) Cet article est issu d'un travail de recherche entrepris dans le cadre d'une convention entre le Laboratoire CEREG de l'Université de Paris-Dauphine et la Direction Générale du Crédit de la Banque de France. Il est réalisé sous la direction du Professeur Elie Cohen, Université de Paris-Dauphine et de Gérard Granboulan, Banque de France-SMADF. Les jugements et opinions exprimés ici n'engagent que son auteur et ne reflètent pas nécessairement la position de ses organismes d'appartenance.

(1) - 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.

(2) 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).

(3) Pour une étude approfondie relative aux opérations de croissance externe, voir Beau et Sananes (1990).

(4) Ces produits permettent aux entreprises de contourner la double contrainte inhérente aux actions et de satisfaire des besoins spécifiques d'opérateurs soucieux de sauvegarder leur pouvoir de contrôle ou d'assurer leur désir de tirer des revenus.

(5) Exclusion faite des sociétés d'assurances.

(6) 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.

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

(8) 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.

(9) 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 manoeuvre aux autorités de réglementation et de contrôle de la profession.

(10) 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.

(11) 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.

(12) Voir le numéro spécial de la Revue d'Economie Financière n°31 de l'Hiver 1994 consacré au problème.

(13) Alors que la plupart des autres pays ont connu une institutionnalisation 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.

(14) 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.

(15) 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.

(16) Pénalisés au niveau de leurs activités issues de la relation traditionnelle de financement, il apparaît dans ces établissements, de nombreux départements d'ingénierie financière qui sont prêts à 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 oeuvre de stratégies financières.

(17) Ce dysfonctionnement touche plus douloureusement les grandes entreprises que les PME-PMI.

(18) 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.

(19) L'allocation des ressources est soumise à une autorité.

(20) Les autres actifs redéployables classiques sont les terrains, les bâtiments, les matériels standardisés, les camions, les véhicules utili-

taires, les matières premières banalisées et la trésorerie.

(21) A l'inverse, la gestion d'excédents de liquidités permet de miniser le coût du financement net.

(22) Voir Coeurderoy et Koulayom (1996).

(23) Centre de coût ou de centre de profit.

(24) La gestion de trésorerie est née durant les périodes de dépression qui ont conduit à de nombreuses faillites d'entreprises.

(25) Voir aussi : Courtois (1993), Sleziak (1985) et Roumilhac (1987).

(26) La fonction de trésorerie est devenue indépendante tout en contribuant dorénavant aux objectifs à moyen et long terme.

(27) 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.

(28) 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.

(29) 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 notre 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 :

- PCG82, 4e édition, Arrêté du 9 décembre 1986 qui modifie l'arrêté du 27 avril 1982

(obligation d'image fidèle au niveau de l'entreprise).

- 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 n° 27 de l'IASC relative aux états financiers consolidés et la comptabilisation des participations dans les sociétés contrôlées.

(30) 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.

(31) 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.

(32) C'est-à-dire l'exercice d'un pouvoir légitime reconnu dans l'entreprise.

(33) 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.

(34) 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.

(35) Price Waterhouse (1995).

(36) 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).

(37) 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.

(38) 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.

(39) 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.

## Bibliographie :

- Aglietta (M.), Brender (A.) et Coudert (V.), Globalisation financière : l'aventure obligée, CEPII, *Economica*, 1990.
- 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.), "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.
- Beau (D.) et Sananes (J.-C.), "Les opérations de croissance externe des entreprises française : constats et perspectives", *Revue d'Economie Industrielle*, n°54, 4ème Trimestre 1990, p. 100-112.
- Brealey (R.), Myers (S.) et Laroche (P.), *Principes de gestion financière*, MacGraw-Hill, 1990. Traduction de : Brealey (R.), Myers (S.), *Principles of corporate finance*, MacGraw Hill, 1981.
- 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.
- Castel (M.) et Ullmo (Y.), "La nouvelle intermédiation : développement des marchés et financement des entreprises", *Revue d'Economie Financière*, n°16, Printemps, 1991.
- Chesnais (F.), *La mondialisation du capital*, Syros, 1994.
- Coeurderoy (R.) et Koulayom (H.), "La trésorerie dans un jeu d'engagement crédible" in Actes du Congrès de l'AFFI, Juin 1996.
- Cotta (A.), *Théorie générale du capital, de la croissance et des fluctuations*, Dunod, 1967.
- Courtois (J.-C.), "Métier trésorier d'entreprise; de l'évolution de l'espèce", *Bulletin du trésorier*, Décembre 1993, p.12-13.
- 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.
- Epaulard (A.) et Szpiro (G.), "Placements financiers, investissement et désendettement des firmes : y a-t-il arbitrage ?", *Revue Economique*, n°4, Juillet 1991, p.701-732.
- 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.
- Gallinger (G. W.) et Healey (P. B.), *Liquidity analysis and management*, Addison - Wesley Publishing Company, Inc., 1991.
- Gönenç (R.), "La signification industrielle de la mutation financière", *Revue d'Economie Financière*, n°5-6, Juin-Septembre 1990, p.67-84.
- Issoulié (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.
- Kallberg (J. G.) and Parkinson (K.), *Corporate liquidity : management and measurement*, Homewood, Richard Irwin, Inc., 1993.
- Kindleberger (C. P.), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, P.A.U, 1994.
- Koulayom (H.), "Trésorerie et politique financière", *Revue Banque*, n°575, Novembre 1996, p.54-56.
- Le Bourdonnec (Y.), "Capitalisme : la France au modèle américain", *Enjeux Les Echos*, Novembre 1994.
- Levasseur (M.), *Gestion de la trésorerie*, *Economica*, 1979.



- Levasseur (M.) et Quintart (A.) , Finance, *Economica*, 1992.
- Mio (M.), "La trésorerie d'entreprise est-elle un centre de profit ?", *Compétences Financières*, p. 222-224.
- Nau (V.) et Delhommais (P.-A.), "Les entreprises spéculent-elles ?", *Option*, 27 Juin 1994.
- Paguet (J.-M.), "Les conglomérats financiers en Europe, stratégie et concurrence", *Revue d'Economie Financière*, n°28, Printemps, 1994.
- Pène (D.), "Arbitrage entre croissance interne et externe en France", *Revue d'Economie Financière*, n°7, Septembre 1988, p.112-122.
- Poloniato (B.) et Voyenne (D.), *La nouvelle trésorerie d'entreprise*, InterEdition, 1995.
- 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.
- Price Waterhouse, *Corporate treasury control and performance standards*, October 1995.
- Prohin (J.) et Vignolle (M.), "Gestion des placements des entreprises industrielles", *Actes du 17ème Journée des Centrales de Bilans, Crédit National*, Octobre 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*, Même Trimestre 1987, p. 20-22.
- Sleziak (J.-C.), "Trésorier", *Banquique*, n°2, Février 1985, p. 93-95.
- Slchlumberger (F.), "De la bonne utilisation des produits dérivés par les entreprises", *Revue Banque*, n°569, Avril 1996, p35-36.
- Tejtel (M.) , "Comment le banquier apprécie la trésorerie d'une entreprise", *Entreprise*, n°844, Novembre 1971.
- Thiry (B.), "Le risque de taux des entreprises industrielles", *Revue Banque*, n°521, Novembre 1991, p. 1040-1048.
- Williamson (O. E.), *Les institutions de l'économie*, InterEditions, 1994. Traduit de Williamson (O. E.) : *The economic institutions of capitalism*, Free Press, 1985.

# Sommaire

---

<b>Editorial</b>	<b>1</b>
<hr/> <b>Dossier : La recomposition du paysage bancaire</b>	<b>4</b>
<hr/> <b>Articles</b>	
• <b>L'importance de la concurrence dans la recomposition du paysage bancaire français</b>	<b>11</b>
François Schwerer <i>Directeur Juridique et Fiscal, CREDIT MUTUEL</i>	
• <b>Les atouts des réseaux bancaires décentralisés</b>	<b>19</b>
Jean-Louis Hebert <i>Directeur des Affaires Générales au Centre National des Caisses d'Epargne et de Prévoyance (CENCEP), et Christian Jimenez</i> <i>Directeur-adjoint à la Direction de l'Organisation Financière du CENCEP</i>	
• <b>L'Actionnariat des Banques Françaises</b>	<b>25</b>
Franck Bancel <i>Professeur de Finance au Groupe ESCP</i>	
• <b>Le renouvellement de la fonction de trésorerie au sein de la fonction financière de la firme</b>	<b>32</b>
Par Henri Koulayom <i>Chargé de mission, Direction Générale du Crédit - Banque de France</i>	
• <b>La résistance à l'offre publique de la direction de la société cible : motivation et déterminants</b>	<b>48</b>
Daniel Santoni <i>Chargé d'enseignement à l'Université de TOULON et du VAR</i>	
<b>Chronique</b>	
•	
<hr/> <b>Chronique Bibliographie</b>	<b>57</b>
Fabrice Dion <i>ATER, Université Paris V</i>	
• <b>Chronique du droit des sociétés et du droit bancaire</b>	<b>59</b>
Etienne Michelle <i>Cadre supérieur de banque</i>	

C  
ba  
er  
de  
de  
pe  
ce  
A  
ce  
d'  
tr  
la