



HAL
open science

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier

Henri Koulayom

► **To cite this version:**

Henri Koulayom. Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier. Revue de droit comptable, 1997, N°97-2, pp.RDC. <halshs-01147836>

HAL Id: halshs-01147836

<https://shs.hal.science/halshs-01147836v1>

Submitted on 4 May 2015

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

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



HAL Authorization

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

Par Henri Koulayom

Docteur en Sciences de Gestion (1)

Le rôle joué par la trésorerie « actif » - dénommée « trésorerie » dans la suite de l'article - (2) dans la gestion des entreprises à tous les niveaux est considérable. En effet, toutes les opérations initiées par une firme industrielle se traduisent irrémédiablement par un échange de stock de monnaie. Il apparaît dès lors que l'existence de cette dernière n'est justifiée que si la trésorerie qu'elle engendre est exploitée, en permanence, pour produire plus de recettes que de dépenses.

65

Par ailleurs, l'analyse financière classique prétend qu'une firme qui cherche à atteindre l'équilibre financier utilise toujours, en dernier ressort, sa trésorerie pour ajuster les besoins de financement issus de l'exercice de ses activités. En cas d'insuffisance de financement, elle vend ses valeurs mobilières de placement et réduit sa trésorerie. Réciproquement, en cas de réalisation de profits importants, elle place ses liquidités et rembourse ses dettes. Il va dans dire que l'insuffisance

(1) Cet article a été écrit alors que l'auteur était chargé de mission à la Direction Générale du Crédit à la Banque de France. Aujourd'hui, il est économiste associé au CNUCED à Genève et il est chargé de cours à l'INTEC- Paris. Les jugements et opinions exprimés ici n'engagent que son auteur.

(2) Le terme de trésorerie « actif » s'oppose à celui de trésorerie nette qui ne restitue pas une information pertinente permettant d'appréhender la dimension stratégique que peut revêtir la trésorerie.

de trésorerie engendre un coût de financement alors que son excès génère un coût d'opportunité.

Toutes ces règles suggèrent tout naturellement que l'objectif de la gestion des liquidités soit d'atteindre une trésorerie « zéro ». Or, la pratique semble à l'heure actuelle dicter d'autres conduites. Par exemple, on observe à la lecture des bilans qu'il y a de plus en plus d'entreprises industrielles détenant des volumes importants de trésorerie. Quelle est la justification de ce comportement? Est-ce essentiellement le fait de l'habillage de bilan? Est-ce dans un certain sens la mise en œuvre d'une volonté de présenter enfin des comptes transparents? Est-ce, tout simplement, la traduction quantitative des réformes et de la globalisation financières?

66

Pour faire face à ce mouvement, l'analyste financier doit-il renouveler sa vision de l'équilibre financier de la firme? L'utilisation à outrance de tableaux de flux de trésorerie est-elle une réponse à cet état de fait? En tout état de cause, tous ces bouleversements de l'environnement financier rendent difficiles l'analyse financière du bilan comptable à cause d'éléments d'actifs financiers que l'on n'arrive pas toujours à qualifier et à intégrer dans un nouveau schéma d'analyse radicalement différent de la sacro-sainte relation fondamentale de trésorerie. En effet, le concept de trésorerie est sans aucun doute l'un des concepts financiers, le plus difficile à cerner du fait notamment de l'accroissement de la "substantialité" de la monnaie avec l'ensemble des actifs financiers durant ces dernières années

Dans cet esprit, l'objet de ce article est de débattre du problème de la mesure comptable et financière de la trésorerie d'une part, de montrer dans quelle mesure le comportement en matière de trésorerie peut affecter le diagnostic financier de l'entreprise industrielle dans un monde de créativité comptable d'autre part

La trésorerie est un concept difficile à définir

Aussi loin que l'on puisse remonter dans le temps, la mesure du concept de trésorerie en tant que telle n'a jamais fait l'objet d'une

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

attention particulière de la part de chercheurs en comptabilité ou en finance. D'ailleurs, ces derniers ont toujours considéré cette question comme allant de soi; peut-être parce que la trésorerie assimilable à « l'argent » est à certains égards une de ces choses dont on aime bien en gagner mais dont on déteste en parler. Cette philosophie primitive semble se transmettre au fil du temps dans tous les domaines par une sorte de cordon ombilical. L'exemple de la théorie de la structure financière est révélateur puisque celle-ci a depuis longtemps estimé que la détention de trésorerie n'a de raison d'être dans un monde parfait. Pourtant, des générations de chercheurs ont étudié aussi bien sa place dans l'équilibre financier de la firme que les motivations de sa détention sans pour autant définir précisément son contenu. En fin de compte, on se sert exclusivement de la doctrine comptable et de l'observation de la pratique actuelle pour définir ici le concept de trésorerie.

La doctrine française et les normes internationales conduisent à des mesures non exclusives

La trésorerie est généralement assimilée à de l'encaisse. Du point de vue du Plan Comptable Général (PCG), les disponibilités sont les espèces ou les valeurs qui sont immédiatement convertibles en espèces pour leur montant nominal ou remboursables, dès leur souscription, à tout moment (3). Les relations de l'entreprise avec les établissements de crédit se décomposent généralement suivant la nature de l'organisme (banques, sociétés de bourse, chèques postaux, autres organismes), suivant la nature de l'opération (valeur à l'escompte, valeur à l'encaissement) et suivant le service rendu (les intérêts courus et les concours bancaires courants). Les comptes à terme sont assimilés à des disponibilités lorsqu'il est possible d'en disposer par anticipation, au même titre que les dépôts dans les banques et les espèces en caisse.

Avec le développement des marchés financiers, l'incorporation d'autres éléments non nécessaires à l'activité courante de l'entreprise

67

(3) NdlR : Définition de liquidités ou disponibilités du PCG page I.34.

dans la trésorerie à côté des disponibilités soulève une certaine controverse mais peut se justifier. Par exemple, les valeurs mobilières de placement sont des placements d'excédents temporaires de trésorerie qui s'apparentent à des emplois de trésorerie. En effet, une entreprise qui achète des valeurs mobilières de placement trouve là une utilisation temporaire de sa trésorerie en cherchant à en conserver la valeur, à réaliser une plus-value ou à toucher des revenus : on retrouve une des principales fonctions de la monnaie qui est celle de réserve de valeur. Les valeurs mobilières sont constituées de titres conférant un droit de propriété - actions notamment -, de titres conférant un droit de créances et des nouveaux instruments financiers. Parmi ces derniers, on peut recenser les billets de trésorerie, les certificats de dépôt, les bons du trésor en compte courant, les bons des institutions financières spécialisées et des sociétés financières à échéance court terme. L'existence d'un marché secondaire assure leur liquidité. Les actions propres, les obligations et les bons émis par la société et rachetés par elle sont généralement des titres indisponibles du fait de leur affectation à des opérations particulières concernant la politique d'intéressement des firmes. Le PCG définit ainsi les valeurs mobilières de placement comme des titres acquis en vue de réaliser un gain à brève échéance (4) en vertu de l'intention qui a présidé lors de la souscription, ce qui autorise à fixer la barre à un an.

Dans tous les cas, ils doivent représenter moins de 10 % du capital de la société émettrice sans être des titres acquis à la suite d'opérations d'OPA-OPE. Le PCG fait ainsi nettement la différence entre valeurs mobilières de placement et titres de participation. L'interprétation de la règle de l'intégration des placements financiers à court terme dans la trésorerie doit généralement se faire au cas par cas. Il est inévitable qu'une proportion des titres jugés comme des placements financiers à court terme, par tel ou tel modèle, soit sans valeur liquidative.

La difficulté de prise en compte des valeurs mobilières de placement dans les normes françaises rend complexe l'émergence d'une mesure

(4) NDIR : Définition de valeurs mobilières de placement PCG page I.44.

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

homogène de la notion de trésorerie. De fait, la notion de trésorerie a nécessairement plusieurs facettes mais sa comptabilisation est compatible avec l'ensemble des méthodes d'évaluation utilisées pour les autres actifs. Son montant réduit à la simple prise en compte des disponibilités est aujourd'hui dépassé. Le Conseil supérieur de l'Ordre des Experts Comptables (OEC recommandation n°22 « Le tableau de financement ») et le CNPF acceptent les deux solutions alors que la Banque de France et le Crédit National utilisent exclusivement la formule évoluée qui consiste à retraiter les valeurs mobilières de placement pour les intégrer dans la trésorerie.

La loi du 1er mars 1984 et le décret du 1er mars 1985 sur la prévention des difficultés des entreprises prévoient, pour certaines personnes morales, l'établissement, semestriellement, d'une situation de l'actif réalisable et disponible et du passif exigible. Plusieurs interprétations sont possibles :

- l'actif réalisable et disponible est égal à l'ensemble de l'encaisse et du réalisable susceptibles d'une conversion immédiate en disponible plus le passif échu (position juridique);

- du point de vue du syndic, cet actif est composé des créances et des dettes, quelles que soient leurs échéances, et des disponibilités (position économique);

- il prend enfin en compte les créances et les dettes dont les échéances sont à moins d'un an et les disponibilités (position comptable).

69

Les divergences que l'on observe dans les définitions des critères relatifs aux placements financiers à court terme dans les normes internationales conduisent également à de multiples conceptions de la trésorerie. Les deux normes de l'IASC et du FASB (5), l'IAS 7 et la SFAS 95, définissent la trésorerie comme étant tous les actifs à liquidité immédiate, ce qui permet d'exclure les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les comptes courants débiteurs soumis à restriction.

(5) dont l'intitulé est identique *Cash Flow Statement*.

Trois conditions permettent en effet d'estimer que la liquidité ne subit aucune restriction : l'existence d'un marché permettant d'assurer la liquidité immédiate des actifs, l'absence de convention de blocage et l'absence de risque de perte en capital lié à la variation des taux d'intérêt. L'IAS 7 précise que la trésorerie peut inclure les découverts bancaires remboursables sur demande lorsque ceux-ci font partie intégrante de la gestion de trésorerie.

70

Selon l'IAS 25 (6), les placements financiers à court terme sont par nature rapidement réalisables ; leur détention ne doit pas dépasser un an. Toutefois, l'application du critère de l'intention peut déboucher sur des impasses, par exemple, un titre peut être à court terme bien qu'il soit détenu par l'entreprise depuis plusieurs années. Il est en effet plus simple de convertir en liquidités les titres d'une entreprise cotée sur les marchés financiers que ceux d'une entreprise non cotée ; d'où le terme de « valeurs négociables » utilisé par les anglo-saxons pour désigner les valeurs des grandes sociétés - obligations et actions -. Il faut souligner par ailleurs que la quatrième directive ne pose pas le problème de l'assimilation des valeurs mobilières de placement à de la trésorerie. Tout comme l'IAS 25, le SFAS 12 Accounting for Certain Marketable Securities -remplacé depuis 1993 par le SFAS 115 (7) - opérait la distinction entre les placements à court terme et les placements financiers à long terme.

Elles classent une valeur négociable parmi les encaisses lorsque sa liquidité est immédiate. Le terme de six mois est celui qui est généralement retenu aux Etats-Unis. Tous les autres placements financiers à court terme sont classés dans l'actif circulant. Ils sont donc affectés au besoin en fonds de roulement hors exploitation.

(6) NdIR : IAS 25 *La comptabilisation des placements*.

(7) Le SFAS 115 *Accounting for Certain Investments in Debt* distingue les « titres d'investissement » -titres représentatifs d'une dette acquis pour être conservés jusqu'à l'échéance que l'entreprise a la capacité de conserver jusqu'à cette date -, « titres de transaction » - titres acquis pour être revendus à brève échéance (moins de six mois) - et les « autres titres de placements » - titres ne correspondant pas aux deux autres catégories.

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

L'IAS 13 (8) approuvé par l'IASC en juin 1979 sur la présentation de l'actif à court terme et du passif à court terme propose une classification des éléments de l'actif et du passif en éléments de court terme et en éléments de long terme. Cette distinction donne une idée sur la liquidité et la capacité de l'entreprise à poursuivre son activité quotidienne sans rencontrer de blocages financiers d'une part, sur le moyen d'identifier les ressources de l'entreprise qui circulent de façon continue d'autre part. Ces deux objectifs sont incompatibles puisque dans le premier cas, il nécessite de savoir si les éléments sont liquidés ou réalisés et dans le deuxième cas, s'ils sont consommés ou utilisés dans le cycle normal d'exploitation. Le meilleur exemple donné par la norme est le cas des travaux de construction en cours qui seraient exclus dans le premier cas alors qu'ils seraient inclus dans le second.

Liquidité et phénomène groupe : deux facteurs importants dans l'appréciation de la trésorerie...

S'arrêter aux simples définitions du concept de trésorerie données par la législation et les normes comptables est un peu réducteur. La monnaie qui est l'unité de mesure de la trésorerie a elle-même évolué aussi bien dans le contenu que dans la forme.

71

Bien que n'ayant pas eu précisément la fonction de monnaie, un actif financier peut être aujourd'hui assimilé à de la monnaie du fait de sa liquidité. Il en résulte que les actifs dits de « trésorerie » combinent de plus en plus les avantages de la monnaie et des actifs financiers par définition risqués. Il en est ainsi des titres des Organismes de Placements Collectifs en valeur Mobilières (O.P.C.V.M.) et des nouveaux titres sur le marché monétaire - bons du trésor négociable, certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons émis par les

(8) NdIR : L'IAS 13 a été supprimé par l'IAS 1 révisée « *Presentation des Etats Financiers* » adoptée par le Conseil de l'IASC lors de sa réunion de juillet 1997. L'IAS 1 révisée s'appliquera aux exercices ouverts à compter du 1er juillet 1998. Cette distinction n'est pas reprise. Elle privilégie la distinction courant et non courant.

établissements de crédit -. Ces titres présentent, en effet, des caractéristiques de rémunération positive et de liquidité importante.

L'élargissement croissant de la gamme des placements a pour conséquence d'élargir précisément la définition du concept de trésorerie. Cela doit dans tous les cas s'effectuer au travers de la notion plus large de liquidité. Si la « liquidité » est l'aptitude d'un actif à se transformer en monnaie dans un délai plus ou moins long et sans perte de valeur, alors son appréhension dépend de l'existence de marchés secondaires et de sa position par rapport aux autres actifs du bilan. Ainsi, certains actifs de long terme (des immobilisations par exemple) peuvent être plus liquides que certains actifs de court terme (des stocks de matières premières par exemple). La position de trésorerie n'est qu'une dimension de la liquidité dont il est extrêmement difficile d'en donner une mesure pour chaque entreprise. L'analyste peut tout au plus apprécier la liquidité du bilan d'une entreprise qui peut déboucher sur l'estimation d'une valeur de liquidation faible du fait d'un degré de spécificité élevé.

72

La liquidité est donc un concept flou qui peut toutefois s'appliquer dans le domaine des engagements hors-bilan relatifs à des éléments tels que la capacité d'endettement excédentaire et les lignes de crédits confirmées non utilisées. En effet, l'entreprise peut obtenir de la trésorerie sans se dessaisir d'actifs.

En cas de besoin de trésorerie, elle peut transformer une capacité potentielle d'endettement en liquidités compte tenu de la vitesse de transformation nécessaire. Si l'assimilation de la capacité d'endettement à court terme à de la trésorerie potentielle ne pose pas vraiment de problème, il n'en est rien pour l'endettement à plus long terme. Dans ce derniers cas, l'assimilation dépend de l'objectif de la fonction financière; ceci est effectivement vérifié s'il s'agit de saisir des opportunités d'investissement par une manœuvre de synchronisation entre les opérations d'investissement et les opérations de financement. En outre, le niveau de la trésorerie potentielle peut être très variable en raison des possibilités de mobilisation de lignes de crédits confirmés et d'engagements hors bilan relatifs aux nouveaux instruments financiers. Cette trésorerie dite « hors bilan » conduit les

entreprises ayant des accords de financement intéressants à ne pas détenir un stock de trésorerie important parce qu'elles peuvent mobiliser à tout instant des lignes de crédits confirmées énormes se chiffrant parfois en milliards de francs pour les plus grandes valeurs du marché. Ces comportements sont particulièrement révélateurs des contraintes de liquidités -véritables facteur explicatif de l'aptitude de la firme à être liquide.

Le concept de trésorerie présente également des enjeux importants pour l'analyse des politiques de croissance externe et plus généralement des relations financières intra-groupe. Les comptes consolidés ne permettent pas de reconstituer l'ensemble des flux financiers. Selon que les acquisitions répondent à une logique industrielle de structuration des groupes, à une logique de diversification conglomérale ou à un motif de spéculation, l'analyste doit chercher à mieux appréhender ces relations. En tout état de cause, les immobilisations financières acquises dans le cadre de la politique de croissance externe peuvent être classées dans les actifs physiques lorsqu'elles ont un niveau de liquidité faible. Les immobilisations financières peuvent correspondre à des placements financiers au même titre que des actifs de trésorerie si l'entreprise peut les revendre à tout moment et ce, au moindre coût.

73

On peut traiter le poste « groupe et associés » dans « autres dettes » ou « autres créances » comme de la trésorerie. Les comptes courants ouverts aux administrateurs personnes physiques (ou à des associés des SARL) dans les livres d'une société indépendante ne doivent en aucun cas, présenter un solde débiteur. Les comptes d'associés responsables des sociétés de personnes et eux seuls, peuvent avoir un solde débiteur, à condition que les statuts autorisent les avances aux associés et que ce solde ne dépasse jamais le montant des bénéfices à leur attribuer personnellement. En outre, l'article 12 de la loi bancaire du 12 janvier 1984 autorise les prêts et avances consentis à une entité du groupe. L'aménagement des renseignements auprès du groupe serait également nécessaire pour mieux évaluer l'aide reçue du groupe dans le cadre d'un pool de trésorerie. C'est en effet pour renforcer la structure financière de leur entreprise que les actionnaires et les associés mettent

ou laissent à la disposition de l'entreprise des sommes en compte courant. Le groupe accorde également aux sociétés membres des prêts et des avances en plus de sa participation dans le capital de ses entreprises afin que celles-ci puissent faire face à leurs besoins de financement, en particulier, des besoins momentanés de trésorerie. Les prêts et les créances rattachées à des participations sont suffisamment liquides pour être considérés comme des actifs de trésorerie. Dans le contexte spécifique des groupes, le problème de la liquidité amène aussi à s'interroger sur l'influence que peut jouer la politique de crédit commercial intra-société et intra-groupe. Des relations commerciales et d'assistance qui se nouent dans les groupes entraînent des mouvements de fonds entre les entités.

L'importance de trésorerie affecte le diagnostic financier

74

Le développement qui suit concerne les entreprises qui sont supposées détenir une trésorerie de nature excédentaire. On ne nie pas l'importance de la créativité comptable mais la dure réalité révèle souvent que celles qui trichent - du moins qui font de la créativité comptable - sont celles qui cherchent à cacher quelque chose - leur faible niveau de trésorerie - et vice versa.

Il en ressort que les véritables firmes liquides en nombre non négligeable dans le tissu économique français sont difficiles à identifier lorsque l'on ne dispose pas d'informations particulières sur leur gestion de la trésorerie. Lorsque la quantité détenue est importante, la trésorerie donne à l'entreprise le droit de financer à tout moment des opportunités rentables ou des événements imprévus. « En effet, la trésorerie, fonction centrale dans l'entreprise, et de plus en plus considérée comme une variable stratégique : l'analyse de sa formation aboutit à la mise en évidence de soldes chargés d'une signification économique » (Banque de France 1988, p. 47).

La flexibilité financière est appréciable par les tableaux de flux de trésorerie mais reste non mesurable

Depuis au moins une décennie, les utilisateurs des états financiers ont pris conscience de l'importance du rôle de la gestion de trésorerie dans le diagnostic financier de l'entreprise. En effet, le nombre croissant d'entreprises dont le risque de faillite n'a pas été décelé par l'application de méthodologies classiques d'analyse financière a conduit de nombreux organismes de normalisation et/ou professionnels à généraliser le tableau des flux de trésorerie. Ces tableaux ont pour finalité de mesurer l'aptitude de la firme à générer de la trésorerie à partir de son activité globale, de constater l'utilisation de ce flux et d'exposer les arbitrages financiers nécessaires à la couverture des besoins résiduels. En effet, toute création de richesse résulte d'un enchaînement entre des encaissements et des décaissements compte tenu des différentes fonctions que sont l'exploitation, l'investissement et le financement. La variation de la trésorerie réalisée au cours d'un exercice est ainsi obtenue à partir du flux de trésorerie généré.

La notion de *free cash-flow* mis en évidence par Jensen (1986) et développée en France dans un cadre d'analyse financière par Ternisien (1995), est la preuve de la difficulté de traduire des réalités complexes en modèles directement opérationnels. L'excédent de trésorerie net d'investissements (ETI) - ou le déficit de trésorerie net d'investissements - ne saurait être une mesure parfaite du *free cash-flow* lequel formalise une notion abstraite de trésorerie discrétionnaire. L'ETI résulte simplement du rapprochement entre les flux issus de l'activité globale et l'investissement; il permet ainsi de juger à moyen terme de la solidité financière de la firme vis-à-vis de l'objectif de survie. En d'autres termes, il s'agit du cash-flow total après impôt dégagé par la société qu'elle met à la disposition de tous ses bailleurs de fonds. La gestion de l'ETI donne une idée du degré de maîtrise par les dirigeants de la trésorerie dans un contexte concurrentiel donné. Ce modèle suppose que l'entreprise finance ses investissements en faisant appel en priorité à l'autofinancement. C'est seulement dans un deuxième temps, qu'elle recourt à de l'endettement et éventuellement à

des émissions d'actions en cas d'insuffisance du financement interne. La trésorerie y est considérée comme un moyen de financement pour éponger les déficits ou comme une ressource pour allouer les excédents.

Ainsi l'accroissement du poids de la trésorerie des firmes a conduit à l'adoption et au développement des modèles des flux de trésorerie. Cependant, ce mouvement est insuffisant, car ces outils ne donnent pas la véritable mesure de la flexibilité financière - seule variable permettant d'apprécier convenablement l'influence de la trésorerie sur le diagnostic financier. De ce fait, les utilisateurs externes des états financiers - créanciers et actionnaires sont tentés de développer des comportements opportunistes du fait de l'existence d'une asymétrie d'information. Par exemple, les créanciers s'intéressent essentiellement à la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes et à payer ses intérêts c'est-à-dire au risque d'insolvabilité. L'existence d'une asymétrie d'information conduit les créanciers à considérer en même temps les deux composantes, la trésorerie et la dette, car la perception du risque d'illiquidité de l'entreprise devient différente du fait de la prise en compte de la flexibilité financière qui résulte de la présence de trésorerie excédentaire. Une trésorerie opulente peut être une sorte de garantie aux tiers dans la mesure où elle assure à ceux-ci une plus forte probabilité d'être acquitté en cas de liquidation. Dans certains cas, les créanciers garantis et subsidiairement les créanciers privilégiés dans leur ordre de préséance peuvent préférer la liquidation à la restructuration financière. La possibilité de mise en œuvre d'une procédure de redressement judiciaire permet d'atténuer les comportements opportunistes défavorables à la firme et aux créanciers de dernier ordre. En fin de compte la trésorerie relève d'un paradoxe : une liquidité importante des actifs d'une firme augmente sa capacité à disposer d'un montant important d'encaisse à court terme mais cela réduit aussi son aptitude à signaler son engagement crédible par une stratégie d'investissement qui protège les créanciers. En effet, il est absurde de dire que la trésorerie tire sa flexibilité financière à la fois de son caractère de garantie aux tiers et d'accroissement de la capacité d'endettement à court terme. Chaque entreprise devra faire la part des choses dans une perspective stratégique.

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

La trésorerie est parfois un bon collatéral mais elle est aussi à la base de la finalité de l'entreprise notamment en raison de son caractère de fongibilité. Si la détention de trésorerie est source de création de valeur, alors sa variation doit se traduire au niveau de l'évolution de la valeur de l'entreprise. En règle générale, dans un marché imparfait, l'investisseur est sensible au comportement de détention de trésorerie. Mais alors, pourquoi l'expérience montre-t-elle que les « coquilles vides » sont mal valorisées par le marché boursier ? En effet, une « coquille vide » est toujours analysée comme une entité n'ayant pas de raison sociale. Elle est en effet dans une situation transitoire qui accroît son degré d'incertitude pour les investisseurs. C'est le cas de plusieurs groupes qui se sont retrouvés dans cette situation lorsqu'ils ont décidé de sortir de certaines branches d'activité pour recentrer l'ensemble de leurs activités autour d'un métier de base. En revanche, lorsque l'entreprise est en phase de passer à une politique de croissance, les actifs liquides qu'elle détient sont de nature à lui permettre de saisir des opportunités tant en matière de croissance externe que de croissance interne. Le cours de son titre devrait évoluer dans ce cas favorablement si toutefois elle envoie un signal explicite.

77

Au total, la flexibilité financière qui est déduite du comportement en matière de trésorerie a une valeur réelle qui est difficilement mesurable; la trésorerie étant un actif conditionnel qui apporte soit un avantage, soit un coût compte tenu des aléas; elle est donc fortement liée à l'incertitude.

L'analyste doit donc faire une étude au cas par cas, en considérant la situation de l'endettement, les engagements et les accords hors bilan et la politique de communication de la firme.

L'analyste doit neutraliser l'effet de l'habillage de bilan et s'assurer de la stabilité du couple trésorerie-endettement

Quelle que soit la méthode d'analyse adoptée, l'analyste doit retraiter au préalable la trésorerie pour neutraliser l'effet de l'habillage du bilan. Ce travail d'analyse de la firme doit s'appuyer sur l'analyse du choix de la date de clôture de l'exercice - voir l'évolution des échéanciers des

fournisseurs parallèlement à ceux des clients - et du caractère saisonnier de son activité. En outre, les opérations susceptibles d'affecter le niveau de trésorerie sont uniquement celles qui se traduisent par un enrichissement - création ou apports - ou par un appauvrissement - destruction ou retrait - de l'entreprise. Dès lors, tout accroissement des postes de passif - dettes et fonds propres - ou des autres postes d'actif - immobilisations, stocks et créances - sans contrepartie en trésorerie doit être neutralisé au niveau du diagnostic financier. C'est le cas notamment des écarts de réévaluation dans les comptes sociaux et des écarts d'acquisition dans les comptes consolidés. Parler de la variation des actifs monétaires revient ainsi à analyser les différents postes du bilan et du compte de résultat au travers de l'équilibre financier. A priori, l'évolution des dettes financières et des fonds propres joue directement sur cet équilibre lorsque le bilan n'est pas retraité. Le niveau du besoin de financement du cycle d'activité dépend des différentes composantes que sont les stocks, les créances et les dettes. Il représente le volume de capitaux immobilisés dans le cycle d'activité qui provient des décalages séparant la date d'engagement des opérations de la date de leur imputation en trésorerie. Les délais de paiement accordés par les fournisseurs et les délais de règlement accordés à la clientèle sont des éléments non comptables sur lesquels une entreprise peut jouer pour améliorer notablement sa trésorerie. Il faut donc en vérifier leur véracité.

Dans le cadre de sa politique commerciale, la firme doit arbitrer entre l'octroi de crédit clients et le risque de voir son chiffre d'affaires chuter compte tenu des possibilités d'acomptes. En tout état de cause, la « manipulation » du poste de trésorerie concerne surtout l'impact des effets escomptés non échus sur le montant des créances dans la mesure où ceux-ci ont un coût élevé. Sur le plan économique et financier ces opérations sont traitées : soit comme une cession de créance, soit comme un prêt. Dans les deux cas, le montant des disponibilités est augmenté en contrepartie du montant des créances cédées inscrit en hors-bilan ou des prêts inscrits en concours bancaires courants. Le retraitement consiste à neutraliser l'impact de ces opérations puisqu'on considère que la trésorerie ainsi créée est artificielle et correspond à un

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

appauvrissement de la richesse de l'entreprise par anticipation à de nouvelles entrées. L'utilisation de valeurs comme la moyenne du stock initial et du stock final est peut-être insuffisante mais permet malgré tout de capter dans certains cas l'essentiel de cette créativité. En fin de compte, le maintien de l'équilibre financier passe par la détention d'un niveau de trésorerie suffisant pour ajuster la structure à terme de ressources à la maturité des emplois.

Une fois le travail de retraitement terminé, il convient de qualifier le statut de la trésorerie. Relève-t-elle de la fonction de « financement » ou d'une fonction distincte appelée « trésorerie » ? En principe, il est indispensable de dissocier ces deux fonctions, cependant en situation d'excès de trésorerie, il y a un dilemme. En effet, si la détention de trésorerie ne se justifie que pour faire face aux motifs de transaction - trésorerie de transaction - alors toute trésorerie additionnelle - différente de la trésorerie dite « excédentaire » - s'effectue dans le cadre des motifs de précaution - trésorerie de précaution -, de spéculation - trésorerie de spéculation - et de financement - trésorerie d'opportunité -. Bien qu'elle soit justifiée par ces trois derniers motifs, une trésorerie additionnelle qui n'a pas de contrepartie réelle peut être désignée 79 comme « excédentaire ». Dans cet esprit, on est dans une situation « aberrante où la trésorerie excédentaire coexiste avec de la dette. Pour faire face à ce problème, beaucoup d'entreprises, en particulier des groupes raisonnent dans la pratique en terme d'endettement financier net (EFN). Ceci signifie en d'autres termes que la trésorerie excédentaire est supposée rentrer dans le même moule que la dette à savoir dans la fonction de « financement » ; la trésorerie ne saurait dans ce cas être à la base de la réalisation de gains financiers importants, car ce n'est pas le métier de la firme. L'expérience montre à l'inverse que certaines entreprises peuvent avoir intérêt à développer un centre de profit au sein de leur département de trésorerie notamment en période d'inversion de la courbe de la structure des taux. Cependant, les désastres financiers de Procter et Gamble, Metallgesellschaft, Koshima Oil, Pechiney et la Seita sur les marchés dérivés sont la preuve que l'adoption d'une logique financière de fonctionnement peut remettre en cause la survie d'une firme.

Plus généralement, des études empiriques montrent clairement que

les entreprises françaises qui détiennent beaucoup de trésorerie dans un environnement incertain se caractérisent par de meilleures performances financières que leurs homologues ; ceci est d'autant plus vrai pour les PME-PMI.

Le diagnostic financier classique perd donc de son intérêt lorsque la trésorerie n'est pas uniquement expliquée par une logique d'ajustement - trésorerie d'ajustement ou trésorerie d'activité. En raison des aléas de l'activité, une entreprise peut être amenée à gérer ses dettes et ses actifs de trésorerie de manière à observer, dans une moindre mesure des fluctuations au niveau des autres agrégats comptables. Ce comportement financier peut être justifié, comme le montre le tableau ci-après, par un souci de maintenir une stabilité de son EFN lequel consiste à mettre en œuvre une combinaison de la trésorerie et de l'endettement financier brut. Ainsi, les entreprises du groupe 3 et du groupe 6 sont celles qui ont la plus forte probabilité de détenir une trésorerie en excès. Il faut donc en déduire pour elles, les conséquences sur le plan du diagnostic financier en plaçant l'analyse de la trésorerie et de l'endettement à une échelle élevée du diagnostic.

80

Combinaisons pour la gestion de l'EFN

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

** Cas impossible

Conclusion

En somme, il est possible d'appliquer deux modèles d'analyse financière : l'un classique et l'autre moderne. Si le modèle classique incarné par le Plan Comptable Général implique de traiter la trésorerie comme une variable d'ajustement, le modèle moderne développé ici propose en revanche d'introduire une logique stratégique dans

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

l'appréciation de la trésorerie. La mesure de la trésorerie met ainsi en jeu des considérations comptables et financières très complexes.

Force est donc de constater qu'il existe autant de mesures de la trésorerie qu'il n'existe de cas d'entreprises. Chaque situation de trésorerie est un cas d'espèce formalisant la stratégie particulière d'une entreprise qui ne souhaite communiquer au public que les informations de nature à ne pas mettre en péril son objectif en terme de flexibilité financière. Il apparaît dans tous les cas que l'analyste financier doit procéder en deux phases. Il doit d'abord définir un niveau de trésorerie correspondant à la réalité économique de la firme. Pour ce faire, il effectue des retraitements qui peuvent être imparfaits compte tenu de l'existence d'une trésorerie potentielle. Il doit enfin s'intéresser à la formation du flux de trésorerie disponible qui permet de saisir en grande partie l'état de variation de la trésorerie au cours de l'exercice. Le recours à la notion de liquidité peut être utile au bon déroulement de la manœuvre en opposant les éléments à court terme et les éléments à moyen et long terme de l'entreprise. L'analyse de l'EFN est également indispensable, car celui-ci véhicule des informations sur la flexibilité de la firme dans la mesure où il est utilisé à la fois comme un outil de gestion et un élément de la communication financière.

81

La recherche dans ce domaine traité est encore nouvelle. Dans l'immédiat, les recherches sur les tableaux de flux de trésorerie permettent de faire avancer la matière. Celles-ci ont encore un bel avenir devant elles. Il convient donc d'alimenter et d'encourager ce flot de recherches incarné depuis peu en France par Michel Ternisien, Hervé Stolowy et Christian Hoarau.

Annexe 1

Références

- BANQUE DE FRANCE, « Méthodologie d'analyse financière », *Centrale de Bilans, S.A.M., Collection Entreprises*, 1988.
- COPELAND T., KOLLER T. ET MURRIN J., « Valuation : measuring and managing, the value of companies », *John Wiley and Sons*, 1990.
- HOARAU C., « Les utilisateurs de l'information financière face à la créativité ou l'imagination comptable », *Revue de Droit Comptable*, n° 95-2, Juin 1995, p. 77-95.
- JENSEN M.C., « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, 76, n° 2, May 1986, p. 323-329.
- KOULAYOM H., « Le renouvellement de la fonction de trésorerie au sein de la fonction financière », *Revue du Financier*, Décembre 1996.
- 82 • KOULAYOM H., « Trésorerie et politique financière », *Revue Banque*, n° 574, Octobre 1996b.
- KOULAYOM H., « La créativité comptable : vice ou vertu », *Finance et Gestion*, n° 47, Septembre 1996c.
- KOULAYOM H., « Intérêt de la détention de trésorerie dans les années 80 », *Revue Française de Comptabilité* n° 279, Juillet 1996, p. 81-86.
- STOLOWY H., « Existe t-il vraiment une comptabilité créative? », *Revue de Droit Comptable*, n° 94-4, p. 79-107.
- TERNISIEN (M), « L'importance du concept de flux de trésorerie disponible », *Revue Française de Comptabilité*, Mars 1995, p. 72-77.

ANNEXE 2

Glossaire de qualificatifs de la trésorerie

Collatéral : Actifs de trésorerie agissant comme une caution auprès des créanciers. La trésorerie est une bonne garantie pour les entreprises qui en détiennent. Dans ce cas, on suppose que ce stock de trésorerie ne doit pas être utilisé pour un autre service.

Contrainte de liquidité : Incertitude engendrant la nécessité pour une entreprise de se constituer des réserves de liquidités, notamment en raison des conflits d'intérêts entre les parties prenantes de la firme. Dans leurs décisions d'investissements, les petites entreprises qui ont un accès limité aux marchés financiers sont plus sensibles à la contrainte de liquidité que les grandes entreprises.

Endettement financier net (EFN) : Agrégat comptable qui est égal à l'endettement financier brut moins la trésorerie « actif ».

Engagement crédible : Dans une situation risquée, l'entreprise a intérêt à fournir des garanties pour limiter ses risques. La première des garanties qu'elle peut offrir est l'exposition d'un otage immédiatement délivrable, soit un volume important de liquidités.

Excédent de trésorerie net (ETI) : Excédent net d'investissements. C'est le cash-flow total après impôt dégagé par la société qu'elle met à la disposition de tous ses bailleurs de fonds, créanciers comme actionnaires.

Firme liquide : Firme détenant des actifs dont la liquidité c'est-à-dire l'aptitude à se transformer en trésorerie est importante. La valeur de liquidation des actifs est élevée.

Free cash flow : Défini comme le flux de trésorerie disponible en excès de ce qui est nécessaire pour financer tous les projets à valeur actuelle nette positive avec un coût du capital raisonnable. C'est un concept abstrait difficilement mesurable avec des données comptables.

Paradoxe de la liquidité : Contradiction entre les deux principales fonctions de la trésorerie. Le paradoxe de la liquidité réside dans le fait

que la trésorerie peut servir non seulement comme une garantie des actifs en place mais aussi comme un moyen de financement de nouveaux actifs.

Trésorerie « actif » : Postes comptables assimilables à des liquidités. Par trésorerie « actif » ou « actifs liquides », il faut entendre l'ensemble des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Toutefois, dans le contexte des groupes, les prêts et créances rattachés à des participations peuvent être considérés comme de la trésorerie. D'un point de vue conceptuel, la trésorerie peut être vue comme un emploi ou une ressource en attente d'allocation.

Trésorerie d'activité : Type de trésorerie détenue par l'entreprise dans l'exercice normal de ses activités c'est-à-dire pour maintenir son équilibre financier.

Trésorerie d'ajustement : Part du stock de trésorerie qui suffit à réaliser l'équilibre entre l'ensemble des recettes et des dépenses. Il s'agit d'une trésorerie vitale - ou « minimale » - pour l'entreprise.

84 **Trésorerie d'opportunité** : Trésorerie détenue par l'entreprise qui lui permet d'avoir les moyens de saisir des opportunités d'investissement rentables. Il s'agit d'une ressource en attente d'allocation.

Trésorerie de précaution : Illustration du motif de détention de trésorerie justifié par l'incertitude planant sur l'activité d'une entreprise à cause de l'environnement économique - évolution défavorable des taux d'intérêt, de l'inflation, du chômage, de la croissance... - et de la nature de son objet social - secteur à haut risque ou secteur peu risqué. La trésorerie qui résulte permet de faire face à des événements imprévus.

Trésorerie de spéculation : Illustration du motif de détention de trésorerie conduisant à profiter des opportunités liées à l'évolution des taux. La trésorerie qui en résulte permet de mettre en œuvre la gestion d'un centre de profit.

Trésorerie de transaction : Illustration du motif de détention de trésorerie né de l'écart temporel qui sépare les encaissements et les

Le comportement en matière de trésorerie peut-il affecter le diagnostic financier ?

décaissements consécutifs aux flux monétaires. La trésorerie qui en résulte doit permettre une adéquation des recettes aux dépenses.

Trésorerie discrétionnaire : Type de trésorerie détenue par l'entreprise dont les dirigeants ont une position de force qui les conduit à privilégier leur propre intérêt - désir d'obtention d'avantages en nature, en plus de leur rémunération. Elle sert à engager des investissements non directement rentables tels que la construction de bureaux spacieux, l'achat d'avions somptueux, l'acquisition de véhicules de société luxueux, etc.

Trésorerie excédentaire : Part de la trésorerie « actif » détenue par une entreprise au delà de ce qui est nécessaire pour assurer les paiements dus aux décalages. Elle donne à l'entreprise le droit de financer à tout moment des opportunités d'investissement ou des événements imprévus. Il s'agit d'un concept abstrait qui peut être appréhendé comptablement par des variables mixtes.

Trésorerie hors-bilan : Définition de la trésorerie « actif » qui ignore la trésorerie non apparente au bilan. Les éléments hors-bilan tels que les lignes de crédits confirmées non utilisées, la capacité d'endettement non utilisée et le montant des engagements liés à des accords formels ou informels entre l'entreprise et les parties prenantes représentent la trésorerie hors-bilan. Il s'agit d'une trésorerie potentielle.

Trésorerie nette : Montant de la trésorerie « actif » moins les concours bancaires courants. C'est le concept de trésorerie adopté par le Plan Comptable Général.

27 NOV. 1997



Revue
de droit
comptable

1

Comité d'orientation

Bertrand d'Illiers Président

Ancien Chef du Service des Affaires comptables
de la Commission des opérations de bourse

Yves Bernheim

Expert-comptable - Commissaire aux comptes

Jacques Caudron

HEC - Expert-comptable - Commissaire aux
comptes - Ancien Vice-président de la Compagnie
nationale des commissaires aux comptes

Bernard Colasse

Professeur de Sciences de gestion à l'Université
Paris-Dauphine

Guy Cosson

Expert-comptable - Commissaire aux comptes

Yves Cotte

Ancien Président du Conseil national de la comp-
tabilité - Magistrat honoraire

Gilbert Gélard

HEC - Expert-comptable - Commissaire aux
comptes

Denis Grison

Expert-comptable - Commissaire aux comptes

Michel Jeantin †

Professeur de Droit commercial à l'Université
ParisX-Nanterre - Avocat à la Cour

Jacques Mériaux

Président de la Commission Comptabilité et
Analyse financière de la Société française des ana-
lystes financiers

Jean Louis Mullenbach

HEC - Expert-comptable - Commissaire aux
comptes - Président de IMA France - Vice-
Président du GPF

Marie Charlotte Piniot

Avocat général près la Cour de Cassation

Emmanuel du Pontavice

Professeur à l'Université de Droit, d'Economie et
de Sciences sociales de Paris

André Prost

Ancien Rapporteur général du Conseil national de
la comptabilité

Jean François Ramolino de Coll'Alto

Expert-comptable - Commissaire aux comptes

Hervé Stolowy

Professeur au Groupe HEC - Diplômé expert-
comptable

Maurice Vallas

HEC - Expert-comptable - Commissaire aux
comptes

Karel Van Hulle

Chef des Normes comptables à la Direction
générale XV de la Commission de la CEE -
Professeur de Droit comptable à l'Université catho-
lique de Louvain (Belgique)

Alain Viandier

Professeur à l'Université Paris V

Marie-Josèphe Brosse

Ancien Rapporteur général du Conseil National
de la Comptabilité - Directeur de la rédaction
de la RDC

Sommaire

Débat / 5

- L'introduction de l'euro
Les conséquences comptables / 5
Table ronde organisée par la Revue de Droit Comptable

Point de vue / 51

- Perspectives d'un point de vue européen / 51
par le Professeur Karel Van Hulle
- Quelques réflexions en marge du débat / 61
par Bertrand d'Ilhiers

Etudes / 65

- Le comportement en matière de trésorerie
peut-il affecter le diagnostic financier / 65
par Henri Koulayom

Réflexion / 87

- Activités marchandes ...
Une autre fiscalité
Une autre comptabilité ... / 87
par Georges Haddou

Colloques / 103

- Conférences techniques IMA France / 103

3