



HAL
open science

Partage de la valeur et flux de trésorerie disponibles.

Jean-Claude Juhel

► **To cite this version:**

Jean-Claude Juhel. Partage de la valeur et flux de trésorerie disponibles.. La Revue du Financier, 2011, 187, pp.24-44. <hal-01527947>

HAL Id: hal-01527947

<https://hal.science/hal-01527947v1>

Submitted on 26 May 2017

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

Partage de la valeur et flux de trésorerie disponibles

Nice septembre 2009

Jean-Claude JUHEL
Professeur des Universités
Université de Nice - Sophia Antipolis
Ancien directeur de l'IUT de Nice

Résumé

Mots - clés : surplus de productivité, surplus de trésorerie d'exploitation, transferts de trésorerie, parties prenantes à la production, création et partage de la valeur, capacité d'autofinancement, variation du besoin en fonds de roulement, flux de trésorerie disponibles.

L'importance du concept de « flux de trésorerie disponible » a été mise en évidence tant sur le plan théorique que sur le plan pratique. La méthode des comptes de surplus présente un intérêt évident pour analyser la formation du flux de trésorerie disponible. Cet article se limite à l'étude de l'incidence de la structure de la variation du besoin en fonds de roulement sur la trésorerie disponible.

On peut décrire les origines internes et externes du flux de trésorerie disponible, source de création de la valeur, et, préciser à qui profite le surplus de trésorerie d'exploitation, de l'entreprise ou de ses partenaires.

En étudiant les variations des décalages temporels entre flux d'exploitation et flux de trésorerie on appréhende les transferts de trésorerie entre les parties prenantes à la production. Cette approche permet d'évaluer la structure du cycle d'exploitation et de tester dans un modèle opérationnel de simulation toute politique de restructuration de l'exploitation. Elle repose sur la négociation entre agents et l'acceptation par l'entreprise d'un certain niveau de transfert de risque.

Les fondements théoriques des mécanismes de création de valeur par l'entreprise s'appuient sur le concept de « free cash-flow »¹. On peut néanmoins observer que cet outil traduit très imparfaitement les origines de la création des flux de trésorerie. L'entrepreneur poursuit la maximisation de sa trésorerie aussi bien en jouant sur les facteurs de productivité de son exploitation, qu'en négociant ou en imposant à ses partenaires des conditions d'échange qui lui sont favorables. Dans ses relations avec les parties prenantes à la production, l'entrepreneur est parfois obligé d'accepter à son tour des termes d'échanges défavorables compte tenu des conditions imposées par les circonstances.

Ces observations laissent entrevoir que la méthode des comptes de surplus présente un intérêt évident pour analyser la formation du flux de trésorerie disponible. En effet, une approche dynamique de la trésorerie en termes de productivité permet de se donner pour objectif stratégique, la recherche systématique d'un écart positif entre les flux de trésorerie secrétés par le supplément de production d'une période et les flux de trésorerie absorbés par le supplément d'entrants nécessaires à l'accroissement de la production de la même période. A ce « *surplus de trésorerie de productivité* » peut s'ajouter un « *surplus de trésorerie héritée* » de certaines parties prenantes à la production. Mais ce « *surplus global de trésorerie* » ne profite pas intégralement à l'entreprise : un « *surplus de trésorerie transféré* » peut bénéficier aux autres partenaires économiques.

Cependant, cette analyse n'autorise le contrôle que de la variation de la capacité d'autofinancement entre deux périodes - ou variation de la « *trésorerie virtuelle* ». L'écart entre la trésorerie virtuelle et la « *trésorerie disponible* » représente la valeur du financement net des investissements de la période. Le contrôle de la variation des capitaux investis exige la prise en compte de la nature de tous les investissements et désinvestissement de la période : investissements nets d'exploitation (Besoin en Fonds de Roulement), investissements nets en capacité de production (Immobilisations corporelles et incorporelles), et investissements nets en actifs financiers (Valeurs en Portefeuille). Cet article limitera l'étude à l'incidence de la structure de la variation du besoin en fonds de roulement sur la trésorerie disponible.

Après avoir analysé la formation de la trésorerie disponible limitée à la trésorerie d'exploitation, nous présenterons une étude d'évaluation de la pertinence du modèle.

I - La formation de la trésorerie d'exploitation.

Le flux de trésorerie disponible *après financement des investissements* se calcule généralement de la manière suivante :

$$\begin{aligned} & \text{Capacité d'autofinancement avant charges financières} \\ & - \text{investissement net en besoin en fonds de roulement} \\ & \quad = \textbf{Trésorerie d'exploitation} \\ & - \text{investissements nets (en capacité de production et actifs financiers)} \\ & \quad = \textbf{Trésorerie disponible} \end{aligned}$$

La couverture de l'investissement net en besoin en fonds de roulement par la capacité d'autofinancement ne peut véritablement s'apprécier qu'en termes de variation dans le temps, traduisant l'évolution de l'efficacité de la combinaison productive et des rapports entre les parties prenantes à la production.

¹ Copeland T., Koller T. and Murrin J. (2000), "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 3rd ed. 2000, McKinsey & Company Inc., 479 p.

A - La formation du surplus de trésorerie.

Les tableaux de flux de trésorerie ne traduisent que très imparfaitement la structure des mouvements de fonds qui se produisent lors de la transformation des flux d'exploitation en flux de trésorerie. L'analyse en termes de « *surplus de trésorerie* » permet d'en éclairer les mécanismes fondamentaux d'apparition.

a) L'origine du surplus de trésorerie virtuelle.

On sait que la méthode des comptes de surplus compare entre deux périodes la variation de la production et la variation des entrants utilisés pour produire (consommations intermédiaires et facteurs de production). La décomposition de chaque flux d'exploitation en « quantités - prix unitaire » permet de décrire l'origine du surplus de productivité.

Soit une unité qui fournit i produits ou services ($i = 1, 2, \dots, m$) en utilisant j entrants de production ($j = 1, 2, \dots, n$). Les quantités produites notées « P » au prix unitaire noté « p » et les quantités utilisées notées « F » au prix unitaire noté « f » sont respectivement égales à :

- pour la période 1, P_i et F_j
- pour la période 2, $P_i + \Delta P_i$ et $F_j + \Delta F_j$

Leur prix unitaire respectif s'écrit :

- pour la période 1, p_i et f_j
- pour la période 2, $p_i + \Delta p_i$ et $f_j + \Delta f_j$

Si l'on note R le résultat avant impôt de la période 1, le compte de production de la période 1 s'écrit :

$$\sum_i [P_i \cdot p_i] = \sum_j [F_j \cdot f_j] + R$$

Si l'on note $R + \Delta R$ le résultat avant impôt de la période 2, le compte de production de la période 2 s'écrit :

$$\sum_i [(P_i + \Delta P_i) \cdot (p_i + \Delta p_i)] = \sum_j [(F_j + \Delta F_j) \cdot (f_j + \Delta f_j)] + [R + \Delta R]$$

Par définition, le surplus dégagé par l'unité ou **surplus de productivité**, noté S est égal à :

$$S = \sum_i [p_i \cdot \Delta P_i] - \sum_j [f_j \cdot \Delta F_j]$$

A ce surplus de productivité ou surplus interne dégagé par l'unité, s'ajoute éventuellement un **surplus hérité** ou surplus externe qui résulte de la hausse des prix de vente, de la baisse des coûts de certains entrants ou encore de la diminution du résultat. Le surplus hérité noté S' est égal à :

$$S' = \sum_j [(\Delta p_i) \cdot (P_i + \Delta P_i)] + \sum_j [(-\Delta f_j) \cdot (F_j + \Delta F_j)] + (-\Delta R)$$

Le **surplus global**, $S + S'$ est réparti entre les clients lorsqu'ils bénéficient d'une baisse des prix, les autres parties prenantes à la production lorsqu'il y a augmentation des prix d'entrants, et, enfin, à travers un accroissement du résultat, aux actionnaires, à l'entreprise elle-même - l'autofinancement - et à l'Etat ; il s'écrit :

$$S + S' = \sum_j [(-\Delta p_i) \cdot (P_i + \Delta P_i)] + \sum_j [(\Delta f_j) \cdot (F_j + \Delta F_j)] + \Delta R$$

Appliquée à l'étude de la formation de la capacité d'autofinancement, cette analyse permet d'évaluer le surplus de trésorerie virtuelle de productivité. Distinguons dans le

flux des charges exploitation noté $\Sigma_j [F_j \cdot f_j]$ pour la première période et $\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \cdot (f_j + \Delta f_j)]$ pour la seconde, la partie du flux qui ne se transformera jamais en flux de trésorerie, car couvrant des charges non décaissables (essentiellement les DADP). Ce flux de charges non décaissables s'ajoute au flux « résultat » R et R + ΔR respectivement pour chaque période, pour former la capacité d'autofinancement de fin de période. Si l'on note ce flux d'exploitation non décaissable $\Sigma_j [F_j^{\text{dadp}} \cdot f_j^{\text{dadp}}]$ pour la période 1 et $\Sigma_j[(F_j^{\text{dadp}} + \Delta F_j^{\text{dadp}}) \cdot (f_j^{\text{dadp}} + \Delta f_j^{\text{dadp}})]$ pour la période 2, la variation de la capacité d'autofinancement entre deux périodes successives, ou variation de la trésorerie virtuelle entre deux périodes résulte du jeu de l'évolution des **trois facteurs** suivant :

- **d'abord**, une variation potentielle de trésorerie engendrée par la productivité de l'entreprise que l'on peut appeler « variation de productivité de flux d'exploitation », ou **surplus de trésorerie virtuelle de productivité**, égal à :

$$\Sigma_i [p_i \cdot \Delta P_i] - \Sigma_j [f_j \cdot \Delta F_j]$$

F ne désignant que des entrants, source de décaissements. Ce surplus résulte de l'effort d'amélioration de la combinaison productive de l'entreprise. On compare le flux de liquidités engendré par l'accroissement de la production au flux de liquidités généré par l'augmentation des dépenses correspondantes. Si l'entreprise améliore son efficacité, elle accroît son flux de trésorerie potentiel, si son efficience s'affaiblit la variation du flux de trésorerie potentiel est négative. Elle prélèvera sur les différents agents de la production, lorsque le flux d'exploitation se transformera en flux de trésorerie, la trésorerie nécessaire. Ce sont évidemment les actionnaires qui couvriront le risque résiduel.

- **ensuite**, une variation positive potentielle de la trésorerie provenant des parties prenantes à la production que l'on nommera « variation héritée de flux d'exploitation », ou **surplus de trésorerie virtuelle hérité**, égal à :

$$\Sigma_j [(\Delta p_i) \cdot (P_i + \Delta P_i)] + \Sigma_j [(- \Delta f_j) \cdot (F_j + \Delta F_j)]$$

Les mêmes remarques s'appliquent à F. Le transfert de trésorerie s'opérera, le moment venu, des agents de la production vers l'entreprise.

- **enfin**, une variation négative potentielle de la trésorerie provenant des autres parties prenantes à la production non concernée par le flux hérité, que l'on désignera par « variation transférée de flux d'exploitation », ou **surplus de trésorerie virtuelle transféré**, égal à :

$$\Sigma_j [(- \Delta p_i) \cdot (P_i + \Delta P_i)] + \Sigma_j [(\Delta f_j) \cdot (F_j + \Delta F_j)]$$

Les mêmes remarques s'appliquent naturellement à F. Là encore, le transfert de trésorerie s'opérera, le moment venu, de l'entreprise vers les agents de production.

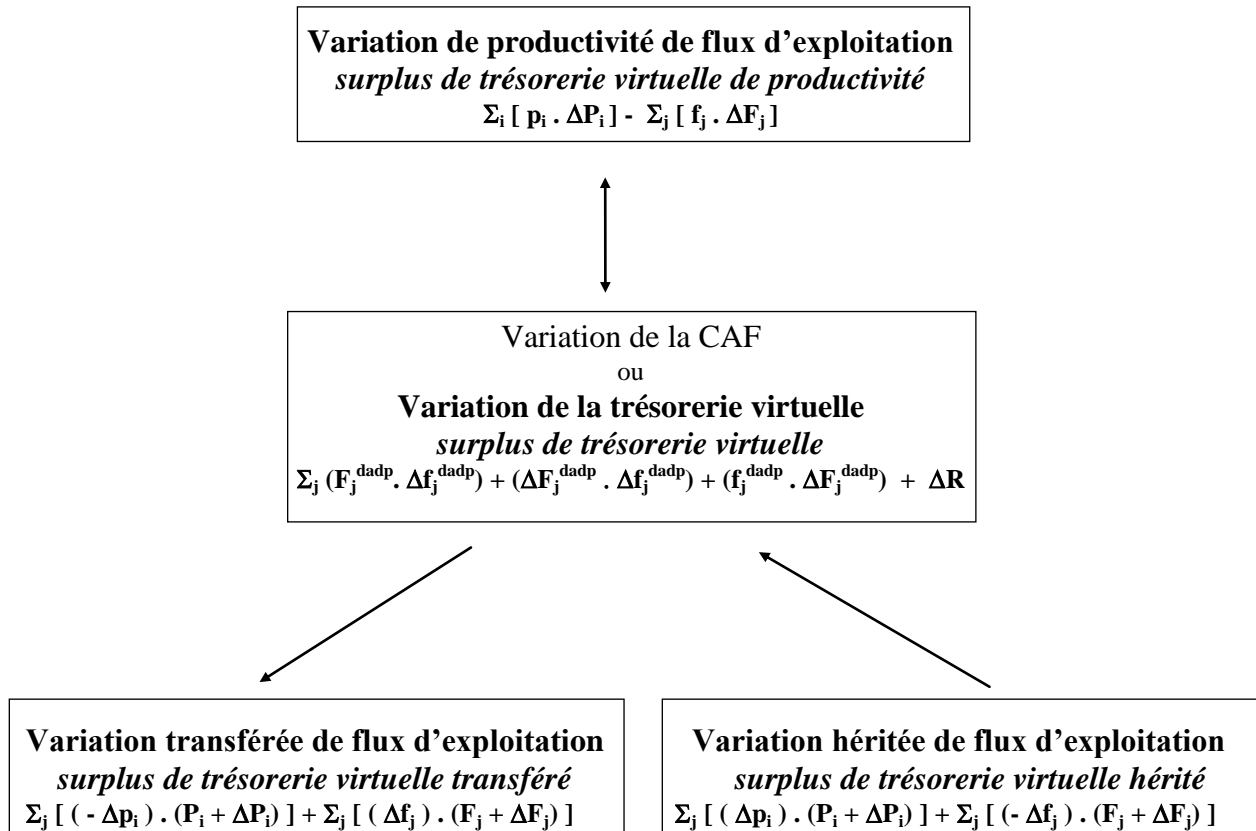
Au total la valeur de la variation de la capacité d'autofinancement, ou « **surplus de trésorerie virtuelle** », qui en résulte s'élève à :

$$\Sigma_j (F_j^{\text{dadp}} \cdot \Delta f_j^{\text{dadp}}) + (\Delta F_j^{\text{dadp}} \cdot \Delta f_j^{\text{dadp}}) + (f_j^{\text{dadp}} \cdot \Delta F_j^{\text{dadp}}) + \Delta R$$

b) Les transferts potentiels de trésorerie.

La figure suivante synthétise l'interférence des variations de flux d'exploitation précédemment décrites sur la variation de la trésorerie virtuelle de fin de période :

Figure 1 : Variation des flux d'exploitation et variation de la trésorerie virtuelle.



En intégrant l'incidence de l'imposition du résultat, on peut exprimer de la manière suivante le jeu des transferts potentiels de trésorerie entre les acteurs économiques et l'entreprise :

1° Variation de productivité des flux d'exploitation (amélioration ou affaiblissement des performances) provenant :

- d'encaissements potentiels de productivité (augmentation des quantités vendues à prix constant) ;
- de décaissements potentiels de productivité (augmentation des quantités d'entrants utilisés à coût constant).

2° Variation transférée de flux d'exploitation vers :

- les clients : encaissements potentiels réduits (diminution des prix sur les quantités vendues) ;
- les apporteurs d'entrants : décaissements potentiels accrus (augmentation des coûts sur les quantités d'entrants utilisés) ;
- à l'Etat : augmentation de l'impôt sur le résultat.

3° Variation héritée de flux d'exploitation :

- des clients : encaissements potentiels accrus (augmentation des prix sur les quantités vendues)
- des apporteurs d'entrants : décaissements potentiels réduits (diminution des coûts sur les quantités d'entrants utilisés)
- de l'Etat : baisse de l'impôt sur le résultat.

Ces variations de flux sont à l'origine des transferts de trésorerie et donc de risque d'insolvabilité entre agents de la production.

Avec une trésorerie nulle en début de période, la capacité d'autofinancement est la « trésorerie virtuelle » de fin de période. L'écart entre l'encaisse virtuelle et l'encaisse réelle

tient aux décalages temporels entre les flux d'exploitation et les flux de trésorerie. La variation de la trésorerie d'exploitation traduit l'évolution de ces décalages puisqu'elle prend en compte l'investissement en besoin en fonds de roulement. Mais le besoin en fonds de roulement est un investissement particulier dans la mesure où il résulte de la différence entre emplois et ressources cycliques qui se renouvellent en permanence, de cycle d'exploitation en cycle d'exploitation. Un financement optimum ne peut que s'appuyer sur la connaissance de sa formation et de son évolution. Chaque décalage est le résultat de décisions de gestion. En effet, les transferts de fonds entre les parties prenantes à la production peuvent être retardés, parfois avancés selon les rapports entre partenaires. L'effet d'encaisse qui en résulte module la charge de financement de l'exploitation et par conséquent le risque de défaillance.

Pour connaître le mouvement de la trésorerie d'exploitation, il faut calculer les décalages entre flux potentiels et flux réels de trésorerie dus à la structure de l'exploitation. Pour chaque flux d'exploitation, on peut définir de manière classique des coefficients de retard ou d'avance dans leur écoulement à l'origine des flux de trésorerie. Ainsi, muni de ces « *coefficients de transfert* » on peut appréhender l'évolution de l'investissement en besoins de fonds de roulement au cours de la période.

B - Analyse des décalages temporels : l'investissement net en besoin en fonds de roulement et la formation du surplus de trésorerie d'exploitation.

En introduisant la notion de décalage temporel entre flux d'exploitation et flux de trésorerie on définit une nouvelle notion - *les transferts de trésorerie entre les parties prenantes à la production* - riche d'enseignement comme modèle d'analyse du partage de la valeur.

L'existence de délais de transfert provoque l'apparition d'un « *flux d'encaisse net différé* » sur l'exercice suivant. Les flux d'exploitation non encore encaissés ou décaissés à la fin de la période vont se transformer en flux de trésorerie au cours de la période suivante. Mais, au cours de cette deuxième période de nouveaux délais apparus diffèrent l'impact des flux d'exploitation sur la trésorerie. Ce double effet correspond à un désinvestissement et à un investissement en BFR. Le flux d'encaisse net différé constitue l'investissement net en besoin en fonds de roulement de l'exercice. Ajouté à la capacité d'autofinancement il formera la trésorerie d'exploitation. En revanche, pour décrire **la formation du surplus de trésorerie d'exploitation de la période n**, il faudra ajouter le flux d'encaisse net différé sur la période n-1 (ou investissement net en BFR de la période n-1) à la variation de la capacité d'autofinancement encaissée de la période n.

a) Modalité de détermination des coefficients de transfert.

Représentatif des délais de transfert entre l'entreprise et les parties prenantes à la production, ces coefficients expriment les décalages entre flux d'exploitation et flux de trésorerie. La valeur relative du flux **k** stocké en fin de période se calcule en rapportant le montant du flux observé, **Fl_k**, au stock, **S_k**, qui lui est lié : Stock « **S_k** » / Flux « **Fl_k** ».

Le flux **k** peut être un flux de produits encaissables **i** ou un flux de charges décaissables **j** :

- S_k représente S_i ou S_j, c'est-à-dire un flux immobilisé ou stock de valeur en fin de période ;
- Fl_k représente Fl_i ou Fl_j, c'est-à-dire un flux observé au cours de la période afférent au stock S_k.

Donc, on peut écrire la valeur relative du flux immobilisé : $t_k = S_k / Fl_k$. Par conséquent, la valeur relative du flux k encaissé ou décaissé en fin de période 1 est égale à : $T_{k1} = 1 - t_{k1}$;

et la valeur relative du flux k encaissé ou décaissé en fin de période 2, à : $T_{k2} = 1 - t_{k2}$; et la variation de la valeur relative du flux encaissé ou décaissé entre deux périodes successives se notera : $\Delta T_k = T_{k2} - T_{k1}$, et d'une manière générale, pour une période n :

$$\Delta T_{k(n)} = T_{k(n)} - T_{k(n-1)}$$

La variation de la valeur relative du flux k peut porter sur un **flux de produits encaissables i** ou un **flux de charges décaissables j** et s'écrire pour une période n :

$$\Delta T_{i(n)} = T_{i(n)} - T_{i(n-1)} \quad \text{ou} \quad \Delta T_{j(n)} = T_{j(n)} - T_{j(n-1)}$$

La variation de la capacité d'autofinancement encaissée est donc la combinaison d'un *flux d'encaisse de productivité*, d'un *flux d'encaisse hérité* et d'un *flux d'encaisse transféré*, c'est-à-dire la combinaison de flux de trésorerie décalés par rapport aux flux d'exploitation correspondants :

1° **Le flux d'encaisse de productivité** est la différence entre l'encaissement de productivité et le décaissement de productivité :

D'abord, l'encaissement de productivité ; si on note :

ΔP_i le supplément de production entre deux périodes successives, 1 et 2,

p_i le prix unitaire des produits vendus au cours de la période 1,

T_{i1} le coefficient de décalage entre flux d'exploitation i et flux de trésorerie i au cours de la période 1,

on peut écrire que l'encaissement de productivité est :

$$\Delta P_i \times p_i \times T_{i1} \text{ pour un produit,}$$

$$\text{et, } \sum_i [\Delta P_i \times p_i \times T_{i1}] \text{ pour } i \text{ produits.}$$

Ensuite, le décaissement de productivité ; si on note :

ΔF_j la variation de production entre deux périodes successives,

f_j le coût unitaire des entrants achetés au cours de la période 1,

T_{j1} le coefficient de décalage entre flux d'exploitation j et flux de trésorerie j au cours de la période 1,

on peut écrire que le décaissement de productivité est :

$$\Delta F_j \times f_j \times T_{j1} \text{ pour un entrant,}$$

$$\text{et, } \sum_j [\Delta F_j \times f_j \times T_{j1}] \text{ pour } j \text{ entrants.}$$

Au total **le flux d'encaisse de productivité**, noté ΔE_p , gagnée à la fin de la période est égale à :

$$\Delta E_p = \sum_i [\Delta P_i \times p_i \times T_{i1}] - \sum_j [\Delta F_j \times f_j \times T_{j1}]$$

Ce flux d'encaisse peut être négatif, ce qui signifie que l'entreprise connaît un affaiblissement de ces performances qui altèrent sa liquidité. Celle-ci pourra être compensée par une évolution des prélèvements d'encaisse sur différents agents de la production.

2° Plus précisément, à côté du **flux d'encaisse de productivité**, l'entreprise peut soit transférer vers ses partenaires, soit hériter d'eux des flux d'encaisse :

α) Flux d'encaisse transféré :

1 - encaissements réduits :

baisse de prix $\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times \Delta p_i \times T_i]$ si $\Delta p_i < 0$
allongement du transfert $\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times (p_i + \Delta p_i) \times \Delta T_i]$ si $\Delta T_i < 0$

2 - décaissements accrus :

hausse des coûts $\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times \Delta f_j \times T_j]$ si $\Delta f_j < 0$
raccourcissement du transfert $\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times (f_j + \Delta f_j) \times \Delta T_j]$ si $\Delta T_j > 0$

3 - augmentation de l'impôt sur le résultat, si $\Delta R > 0$

β) Flux d'encaisse héritée :

1 - encaissements accrus

hausse de prix $\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times \Delta p_i \times T_i]$ si $\Delta p_i > 0$
raccourcissement transfert $\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times (p_i + \Delta p_i) \times \Delta T_i]$ si $\Delta T_i > 0$

2 - décaissements réduits

baisse des coûts $\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times \Delta f_j \times T_j]$ si $\Delta f_j < 0$
allongement transfert $\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times (f_j + \Delta f_j) \times \Delta T_j]$ si $\Delta T_j < 0$

3 - baisse de l'impôt sur le résultat, si $\Delta R < 0$

3° Connaissant la valeur de la variation de la capacité d'autofinancement encaissée après impôt, ainsi calculée, analysons son contenu :

si l'on décompose la variation du flux des dotations aux amortissements, dépréciations et provisions : $DADP = \Sigma_j [(F_j^{dadp} + \Delta F_j^{dadp}) \cdot (f_j^{dadp} + \Delta f_j^{dadp})] - \Sigma_j [F_j^{dadp} \cdot f_j^{dadp}]$

$$\text{soit : } \Sigma_j [(\Delta F_j \times f_j) + (\Delta f_j \times F_j) + (\Delta F_j \times \Delta f_j)]$$

où :

$\Delta F_j \times f_j$ exprime la valorisation de la variation des DADP en volume - *DADP (quantités)*

$\Delta f_j \times F_j$ exprime la valorisation de la variation des DADP en valeur - *DADP (prix)*

$\Delta F_j \times \Delta f_j$ exprime la valorisation de la variation des DADP en variations - *DADP (variations)*

et, si l'on note la variation du résultat après impôt encaissée ΔR_E^* , la variation de la capacité d'autofinancement après impôt et encaissée s'écrit :

$$= (\Delta F_j \times f_j) + (\Delta f_j \times F_j) + (\Delta F_j \times \Delta f_j) + \Delta R_E^*$$

On remarquera que les transferts de trésorerie n'interfèrent que sur la variation du résultat, ΔR_E^* , solde résiduel, et non pas sur les autres composantes de la trésorerie d'exploitation.

En outre, la différence entre la variation de la capacité d'autofinancement « comptable » et la variation de la capacité d'autofinancement « encaissée » d'une période à l'autre génère un flux différentiel, le « *flux d'encaisse net différé* » qui se reportera sur la période suivante. Ce flux d'encaisse net différé représente **l'investissement net en besoin en fonds de roulement de la période**.

b) Le flux d'encaisse net différé.

Le flux d'encaisse net différé peut s'appréhender de plusieurs façons. Il se calcule indifféremment par différence entre la valeur comptable et la valeur encaissée de la **variation** entre deux périodes successives, soit du résultat, soit de la capacité d'autofinancement, avant ou après impôt. Autrement dit, le facteur déterminant de la formation du flux d'encaisse net différé est l'évolution des décalages temporels entre flux d'exploitation et flux de trésorerie.

Le flux d'encaisse net différé affecte la variation de la trésorerie d'exploitation - ou *surplus de trésorerie d'exploitation* - de la période suivante. Le flux d'encaisse net différé sur la période n s'ajoute à la **variation** de la CAF encaissée de la période n+1, pour constituer le surplus de trésorerie d'exploitation de la période n+1. Si ce flux d'encaisse différé est positif, il y a désinvestissement, et le surplus de trésorerie d'exploitation augmentera d'autant. Si la variation est négative, elle s'imputera sur la variation de la capacité d'autofinancement, et réduira par conséquent la variation de la trésorerie d'exploitation.

Le tableau suivant présente l'analyse de la **formation du surplus de trésorerie d'exploitation** :

Nature du flux d'encaisse	Mode calcul
I - Flux d'encaisse de productivité	1 - 2
1 - Encaissements de productivité	$\Sigma_i [\Delta P_i \times p_i \times T_i]$
2 - Décaissements de productivité	$\Sigma_i [\Delta F_i \times f_i \times T_i]$
II - Flux d'encaisse transférée	3 + 4 + 5
3 - Encaissements réduits	a + b
a) Baisse de prix ($\Delta p_i < 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times \Delta p_i \times T_i]$
b) Allongement transfert ($\Delta T_i < 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times (p_i + \Delta p_i) \times \Delta T_i]$
4 - Décaissements accrus	c + d
c) Hausse de coûts ($\Delta f_j < 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times \Delta f_j \times T_j]$
d) Raccourcissement transfert ($\Delta T_j > 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times (f_j + \Delta f_j) \times \Delta T_j]$
5 - Augmentation de l' I.S. (si $\Delta R > 0$)	
III - Flux d'encaisse hérité	6 + 7 + 8
6 - Encaissements accrus	e + f
e) Hausse de prix ($\Delta p_i > 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times \Delta p_i \times T_i]$
f) Raccourcissement transfert ($\Delta T_i > 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times (p_i + \Delta p_i) \times \Delta T_i]$
7 - Décaissements réduits	g + h
g) Baisse de coûts ($\Delta f_j < 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times \Delta f_j \times T_j]$
h) Allongement transfert ($\Delta T_j < 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times (f_j + \Delta f_j) \times \Delta T_j]$
8 - Baisse de l' I.S. (si $\Delta R < 0$)	
IV - Variation de la CAF encaissée	9 + 10 + 11 + 12 = I + II + III
9 - DAP (quantités)	$\Delta F_i \times f_i$
10 - DAP (prix)	$\Delta f_j \times F_j$
11 - DAP (variations)	$\Delta F_i \times \Delta f_i$
12 - ΔR après impôt encaissée	
V - Flux d'encaisse net différé	ΔR comptable - ΔR encaissée
VI - Surplus de trésorerie d'exploitation	IV (n+1) + V (n)

On observera sur le tableau que le flux d'encaisse net différé de la période n affecte par définition la variation de la capacité d'autofinancement encaissée de la période suivante, n+1. Le flux d'encaisse net différé résulte quant à lui de la différence entre les variations du résultat comptable et du résultat encaissé des périodes n-1 et n.

L'étude de l'origine de ces variations - variation de la capacité d'autofinancement encaissée et flux d'encaisse net différé - permettra de connaître la nature première de l'investissement en BFR, et, d'en apprécier les conditions de couverture par autofinancement avant tout autre projet d'investissement industriel ou financier. Le financement du cycle d'exploitation représente au cours de la vie de l'entreprise une des préoccupations essentielles de l'entrepreneur ayant le souci de maîtriser le risque de défaillance. La variation de la

trésorerie d'exploitation joue, en effet, un rôle fondamental dans le processus de création de valeur.

Si le flux d'encaisse différé est positif, il y a investissement net en BFR, et la trésorerie d'exploitation diminuera d'autant. Si le flux est négatif, le désinvestissement net augmentera la trésorerie d'exploitation. Le surplus de trésorerie d'exploitation sera la résultante, comme nous l'avons vu, de ces mouvements.

L'analyse proposée permet d'évaluer toute politique de restructuration du cycle d'exploitation en étudiant ses effets sur le flux de trésorerie disponible. Cette restructuration repose sur la modification des **facteurs de productivité** de l'exploitation et des **conditions d'échange** ou de répartition de la valeur créée entre les parties-prenantes à la production. Le modèle suivant nous permet d'en mesurer toute la pertinence.

II - Etude d'évaluation de la pertinence du modèle d'analyse des transferts de trésorerie.

Soit les comptes de résultats simplifiés d'une unité de production pour deux périodes successives, établis selon les hypothèses suivantes dans le seul but de simplifier la manipulation des données :

1° L'unité ne produit qu'un seul bien, et il n'existe pas de production stockée ou immobilisée.
2° Toutes les charges afférentes à cette production ont fait l'objet d'une dissociation quantité - prix, qui est naturelle pour les « Matières premières », mais exige un traitement préalable pour les autres charges² :

- le poste « Autres charges externes » a été ramené à l'unité vendue ;
- les « Charges de personnel » (toutes charges sociales comprises) sont exprimées en heures et coûts horaires ;
- les « Charges financières » sont décomposées en fonction de la structure des capitaux empruntés et de leur coût moyen pondéré ;
- les « Dotations aux amortissements, dépréciations et provisions » sont désagrégées à partir de l'actif immobilisé amortissable et du taux moyen pondéré d'amortissement pratiqué (une évaluation identique peut être utilisée le cas échéant pour les dépréciations) ;
- le taux d'imposition du résultat est égal à 33 1/3 %.

3° Les **tableaux 1 et 1 bis** fournissent le scénario de l'application : évolution de la production, des consommations, des prix et des coûts, mais aussi des investissements (colonne « Volume » des DADP) et de l'endettement (colonne « Volume » des charges financières).

4° Les coefficients de transfert T_k se calculent comme indiqués dans la première partie : le **tableau 6** donne la valeur des flux immobilisés (stocks) S_k ; les flux correspondants Fl_k , se trouve dans le **tableau 1**, colonne « flux d'exploitation ». Le **tableau 7** donne l'immobilisation du flux en valeur relative et les coefficients de transfert :

- Immobilisation du flux : S_k / Fl_k
- Coefficients de transfert : $T_k = 1 - (S_k / Fl_k)$.

² Le résultat et l'impôt sur le résultat (IS) n'ont pas à être décomposés ; le résultat représente la trésorerie potentielle disponible de fin de période après maintien de la valeur du capital. Dans le cas où le compte de résultat serait plus complexe, le traitement sera alourdi sans apport théorique supplémentaire. Les données doivent être exprimées en Euro courants, car seuls les calculs en Euro courants correspondent à la réalité comptable du niveau d'encaisse.

On rappelle que l'indice « k » exprime soit un flux de produits encaissables, et k sera exprimé par « i », ou un flux de charges décaissables, et k sera exprimé par « j ».

Après avoir analysé la variation de la capacité d'autofinancement, nous étudierons la formation du surplus de trésorerie d'exploitation. Ce modèle permet d'évaluer toute situation d'exploitation et de simuler toute modification, d'une part, dans les conditions de productivité, et, d'autre part, dans les rapports entre les partenaires de la firme.

A - Variation de la capacité d'autofinancement entre deux périodes - ou variation de la « trésorerie virtuelle ».

Il convient de désagréger les flux d'exploitation en volume échangé, prix unitaire et délai de transfert. Ce qui permet ensuite de déterminer le flux d'encaisse net différé (ou investissement net en besoin en fonds de roulement).

a) Désagrégation du compte de résultat.

Les **tableaux 1 et 1 bis** présentent la désagrégation des comptes de résultat des exercices I et II de l'entreprise « X » : les flux d'exploitation sont décomposés en volume et prix (prix unitaire ou taux). En outre, le délai de transfert - exprimé par le coefficient de transfert - permet de calculer la valeur du flux de trésorerie afférent à chaque flux d'exploitation.

Tableau 1 : Comptes de résultat de l'entreprise « X » exercices I
(Désagrégation « volume - prix unitaire ou taux » du flux d'exploitation
et coefficient de transfert de flux de trésorerie)

Période Désagrégation	Période I				
	Volume (quantités)	Prix (unitaire ou taux)	Flux d'exploitation (Euro) Fl _k	Coefficient de transfert (tableau 7)	Flux de trésorerie (Euro)
PRODUCTION					
Production vendue	52 500	220	11 550 000	0,784	9 055 000
CONSOMMATIONS INTERMÉDIAIRES					
Matières premières	22 500	43	967 500	0,690	667 500
Autres charges externes	52 500	16	840 000	0,881	740 000
VALEUR AJOUTÉE					
Charges de personnel (rémunération du travail)					
Ouvriers	70 000	32	2 240 000	0,958	2 145 000
Cadres	40 000	48	1 920 000	0,958	1 840 000
Excédent Brut d'exploitation (rémunération brute du capital)					
Charges financières	800 000	0,15	120 000	0,833	100 000
DAP	1 100 000	0,20	220 000	---	220 000
Résultat			5 242 500	---	---
Résultat encaissé					3 337 500
I.S. (33 1/3 %)			1 747 325	1	1 747 325
Résultat après impôt			3 495 175		
Résultat après impôt encaissé					1 590 175

Tableau 1 bis : Comptes de résultat de l'entreprise « X » exercices II

(Désagrégation « volume - prix unitaire ou taux » du flux d'exploitation et coefficient de transfert de flux de trésorerie)

Période	Période II				
	Désagrégation	Volume (quantités)	Prix (unitaire ou taux)	Flux d'exploitation (Euro) Fl_k	Coefficient de transfert (tableau 7)
PRODUCTION					
Production vendue	60 500	210	12 705 000	0,725	9 205 000
CONSOMMATIONS INTERMÉDIAIRES					
Matières premières	25 000	38	950 000	0,684	650 000
Autres charges externes	60 500	17	1 028 500	0,854	878 500
VALEUR AJOUTÉE					
Charges de personnel (rémunération du travail)					
Ouvriers	75 000	35	2 625 000	0,958	2 515 000
Cadres	41 500	50	2 075 000	0,957	1 985 000
Excédent Brut d'exploitation (rémunération brute du capital)					
Charges financières	920 000	0,16	147 200	0,857	126 200
DAP	3 000 000	0,25	750 000	---	750 000
Résultat			5 129 300	---	
<i>Résultat encaissé</i>					<i>2 300 300</i>
I.S. (33 1/3 %)			1 709 596	1	1 709 596
Résultat après impôt			3 419 704		
<i>Résultat après impôt encaissé</i>					<i>590 704</i>

Admettons que le crédit accordé aux clients est en moyenne de 3 mois. Le **tableau 6** montre que l'immobilisation de ce flux sous forme de crédit-client à une valeur moyenne de 2 500 000 € inscrite au bilan la première année et de 3 500 000 € la deuxième. Ces valeurs, notées S_k , représentent, avec le crédit-fournisseur et autres comptes d'exploitation l'investissement en BFR de la période. Le compte « *Intérêts courus sur emprunts* » enregistre l'encours moyen des charges financières dues, et comptés à part parce que liés à l'endettement et non à l'exploitation. Cependant, pour respecter les équilibres comptables, ils devront être traités comme un élément du BFR hors exploitation, car ayant les mêmes caractéristiques. Les **tableaux 1 et 1bis** donnent la valeur du **résultat** avant et après impôt. La colonne « *Flux de trésorerie* » présente la valeur du **résultat encaissé** avant et après impôt. On suppose que le paiement de l'impôt sur les bénéfices est intégralement acquitté pendant la période - son coefficient de transfert est donc 1. Le compte « *DADP* » n'est pas un flux de trésorerie, mais constitue un facteur de rétention du flux encaissé. Le **tableau 2** présente la CAF ou variation de la trésorerie potentielle en fin de période, avant et après impôt. Ainsi, à la fin de la période I, à la trésorerie de début de période devrait s'être ajoutée après paiement de l'impôt sur les bénéfices, la somme de 3 715 175, et à la fin de la période II, la somme de 4 169 704. Mais cette augmentation n'est que virtuelle parce que tous les flux d'exploitation ne se sont pas entièrement transformés en flux de trésorerie par le jeu des délais de transfert. La **CAF après impôt** encaissée permet d'intégrer à l'analyse ces délais de transfert : la variation effective de la trésorerie est égale à 1 810 175 en fin d'exercice I, et, 1 340 704 en fin d'exercice II.

b) Le flux d'encaisse net différé.

Cependant, les flux d'exploitation non encore encaissés ou décaissés à la fin de la période vont se transformer en flux de trésorerie au cours de la période suivante. Ainsi, au

cours de la période II, un flux de trésorerie différé de la première période va affecter l'encaisse de l'entreprise : en l'occurrence, $3\,715\,175 - 1\,810\,175 = 1\,905\,000$. Mais, au cours de la deuxième période de nouveaux délais de paiement diffèrent l'impact des flux d'exploitation sur la trésorerie. Ainsi, dans notre exemple, un flux global net d'exploitation de $4\,169\,704 - 1\,340\,704 = 2\,829\,000$ sera reporté sur la période III. Au total, la trésorerie de fin de période II n'augmentera que de : $2\,829\,000 - 1\,905\,000 = 924\,000$ (voir **tableau 3**).

On remarquera que le flux d'encaisse net différé est indépendant, comme on pouvait s'y attendre, du paiement de l'impôt et de la politique d'amortissement des investissements (il y a simple transfert comptable entre le compte « DADP » et le compte « Résultat » - mais qui modifie à la fois les possibilités de distribution et de croissance).

**Tableau 2 : Capacité d'autofinancement
avant investissement en besoin en fonds de roulement**
(Sans délai de transfert - investissement en BFR - il y a égalité entre CAF et Trésorerie d'exploitation)

Période	Période I		Période II	
	Comptable	Encaissée	Comptable	Encaissée
Capacité d'autofinancement	5 462 500	3 557 500	5 879 300	3 050 300
Capacité d'autofinancement après impôts	3 715 175	1 810 175	4 169 704	1 340 704

Note : CAF = DAP + Résultat

Tableau 3 : Analyse différentielle des comptes de résultat de l'entreprise « X »

Période	Période I à II		
	Comptable a	Encaissée b	Flux d'encaisse net différé a - b
Variation du résultat : ΔR	-113 200	- 1 037 200	924 000
ΔR*	-75 470	- 999 470	924 000
Variation de la CAF : ΔCAF	416 800	- 507 200	924 000
ΔCAF*	454 530	- 469 470	924 000

Note : ΔR* (Variation du résultat après impôt) ; ΔCAF* (Variation de la CAF après impôt)

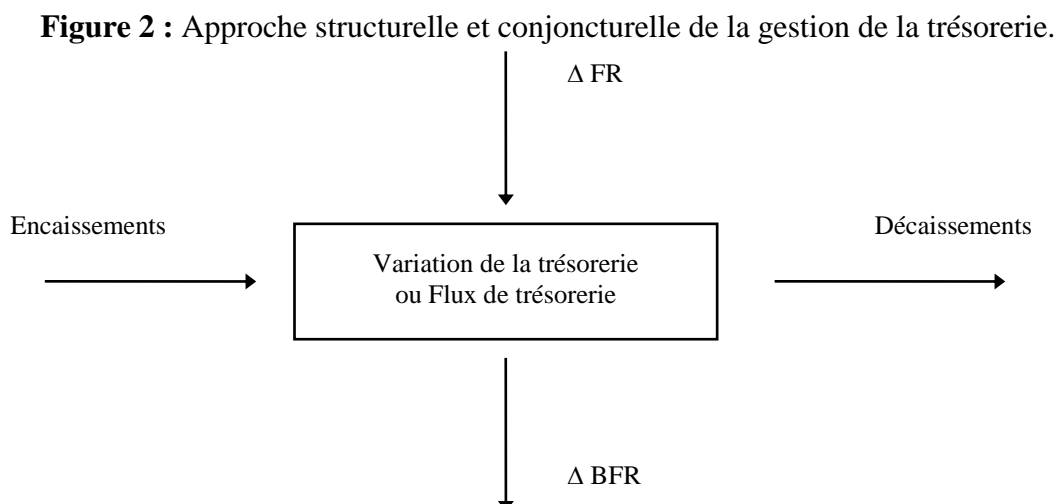
Le flux d'encaisse net différé - *investissement net en BFR* - modifie la variation de la capacité d'autofinancement de la période suivante pour former le surplus de trésorerie d'exploitation.

B - La formation du surplus de trésorerie d'exploitation.

La trésorerie d'exploitation de la période est donc égale, par définition, à la capacité d'autofinancement après impôt déduction faite de l'investissement net en BFR. Ainsi, pour la période II, à la CAF après impôt de 4 169 704 vient en déduction le flux net d'exploitation différé de la période I à la période II, 924 000. La trésorerie d'exploitation de la période II est donc de 3 245 704 €.

Le **tableau 10** donne la valeur du **flux de trésorerie d'exploitation** et du **flux de trésorerie disponible** en fin de période. En déduisant les investissements nets de la période (autres qu'en besoins en fonds de roulement), on obtient le **flux de trésorerie disponible**, avant ou après financement externe des investissements.

Les **tableaux 8 et 9** présentent le *Tableau de financement* de l'entreprise « X » : la variation de la trésorerie calculée à partir de l'évolution des emplois et des ressources à la disposition de l'entreprise - *approche structurelle* - permet de faire le lien avec le flux de trésorerie disponible résultant de l'évolution des encaissements et des décaissements - *approche conjoncturelle* - comme la montre la figure 2 suivante :



La variation du flux de trésorerie d'exploitation a pour origine d'une part les gains - ou les pertes - de productivité, et, d'autre part les modifications dans les conditions d'échanges entre l'entreprise et les parties prenantes à la production. Le **tableau 5** analyse la formation de la variation de la CAF encaissée et de la trésorerie d'exploitation - ou **surplus de trésorerie d'exploitation**. Les variations de flux sont présentées dans le **tableau 4** en ce qui concerne les variations de quantités et de prix, et, dans les **tableaux 6, 7 et 7 bis** en ce qui concerne les variations de délai de transfert.

Tableau 4 : Analyse des variations de flux

Variations	(notation)	Période I à II
I - Production		
Volume	ΔP	8 000
Prix	Δp	-10
II - Consommations intermédiaires		
Volume (Matières Premières)	ΔF_{ci-MP}	2 500
Prix (Matières Premières)	Δf_{ci-MP}	-5
Volume (Autres Charges ext.)	ΔF_{ci-AC}	8 000
Prix (Autres Charges ext.)	Δf_{ci-AC}	1
III - Valeur ajoutée		
Volume (charges Personnel Ouv.)	ΔF_{va-Po}	5 000
Prix (charges Personnel Ouv.)	Δf_{va-Po}	3
Volume (charges Personnel Cadres)	ΔF_{va-Pc}	1 500
Prix (charges Personnel Cadres)	Δf_{va-Pc}	2
Volume (Capitaux empruntés)	ΔF_{va-CF}	120 000
Prix (taux d'intérêt)	Δf_{va-CF}	0,01
Capacité d'autofinancement		
Volume (actif immobilisé amortissable)	$\Delta F_{dap-caf}$	1 900 000
Prix (taux d'amortissement moyen)	$\Delta f_{dap-caf}$	0,05
Résultat	$\Delta R-caf$	-113 200

La colonne 1 du **tableau 5** détaille pour chaque flux son origine comme il a été expliqué dans la première partie. Ainsi, au cours de la période II, l'amélioration de la productivité a permis à l'entreprise d'encaisser 954 905 de plus qu'au cours de la période I. Cette augmentation a été renforcée par un flux d'encaisse hérité de 160 497, dû à des baisses de coûts de certains facteurs, des augmentations de délais de paiement et une baisse de l'impôt sur les bénéfices. En revanche, la firme a transféré vers certains de ces partenaires, au cours de la même période, un flux d'encaisse de 1 584 873. Au total, la liquidité s'est détériorée puisque la variation de la CAF encaissée a été de - 469 470.

Tableau 5 : Analyse de la formation de la variation de la capacité d'autofinancement encaissée et de la variation de la trésorerie d'exploitation.

Nature du flux d'encaisse	Mode calcul	Période de I à II	
I - Flux d'encaisse de productivité	1 - 2		954 905
1 - Encaissements de productivité	$\Sigma_i [\Delta P_i \times p_i \times T_i]$	1 379 048	
2 - Décaissements de productivité	$\Sigma_j [\Delta F_j \times f_j \times T_j]$	424 143	
II - Flux d'encaisse transférée	3 + 4 + 5		-1 584 873
3 - Encaissements réduits	a + b	-1224 048	
a) Baisse de prix ($\Delta p_i < 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times \Delta p_i \times T_i]$	-474 048	
b) Allongement transfert ($\Delta T_i < 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times (p_i + \Delta p_i) \times \Delta T_i]$	- 750 000	
4 - Décaissements accrus	c + d	-360 825	
c) Hausse de coûts ($\Delta f_j < 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times \Delta f_j \times T_j]$	- 474 048	
d) Raccourcissement transfert ($\Delta T_j > 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times (f_j + \Delta f_j) \times \Delta T_j]$	- 4 861	
5 - Augmentation de l' I.S. (si $\Delta R > 0$)		0	
III - Flux d'encaisse hérité	6 + 7 + 8		160 497
6 - Encaissements accrus	e + f	0	
e) Hausse de prix ($\Delta p_i > 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times \Delta p_i \times T_i]$	0	
f) Raccourcissement transfert ($\Delta T_i > 0$)	$\Sigma_i [(P_i + \Delta P_i) \times (p_i + \Delta p_i) \times \Delta T_i]$	0	
7 - Décaissements réduits	g + h	122 768	
g) Baisse de coûts ($\Delta f_j < 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times \Delta f_j \times T_j]$	86 240	
h) Allongement transfert ($\Delta T_j < 0$)	$\Sigma_j [(F_j + \Delta F_j) \times (f_j + \Delta f_j) \times \Delta T_j]$	36 258	
8 - Baisse de l' I.S. (si $\Delta R < 0$)		37 730	
IV - Variation de la CAF encaissée	9 + 10 + 11 + 12 = I + II + III		- 469 470
9 - DAP (quantités)	$\Delta F_j \times f_j$	380 000	
10 - DAP (prix)	$\Delta f_j \times F_j$	55 000	
11 - DAP (variations)	$\Delta F_j \times \Delta f_j$	95 000	
12 - ΔR encaissée, après impôt		- 999 470	
V - Flux d'encaisse net différé	(voir tableau 3)		924 000
VII - Surplus de trésorerie d'exploitation	IV(n) + V (n-1)		-----

Note : Le flux d'encaisse différé de la période n affecte par définition la variation de la capacité d'autofinancement encaissée de la période n+1 suivante.

**Tableau 6 : Immobilisation (S_k) de flux (Fl_k) sur les périodes I et II
(ou investissement en B.F.R.)**

Période	I	II
Crédit-client S_i	2 500 000	3 500 000
Crédit-fournisseur S_i	300 000	300 000
Crédit « autres charges » S_i	100 000	150 000
Salaires dus (ouvriers) S_i	95 000	110 000
Salaires dus (cadres) S_i	80 000	90 000
BFR (ΣS_k)	1 925 000	2 850 000
Intérêts courus sur emprunts S_i	20 000	21 000

Note : S_k correspond soit à l'immobilisation d'un flux d'entrée de fonds S_j , soit à l'immobilisation d'un flux de sortie de fonds S_i .

**Tableau 7 : Immobilisation du flux en valeur relative (S_k/Fl_k),
coefficients de transfert [$T_{kn} = 1 - (S_k/Fl_k)$] de la période n.**

Stock « S_k » / Flux « Fl_k » Coef. $T_{kn} = 1 - (S_{kn}/Fl_{kn})$	Période I		Période II	
	S_k/Fl_k	Coef	S_k/Fl_k	Coef
Crédit-client - Coef. T_{jn}	0,216	0,784	0,275	0,725
Crédit-fournisseur - Coef. T_{in}	0,310	0,690	0,316	0,684
Crédit « autres charges » - Coef. T_{in}	0,119	0,881	0,146	0,854
Salaires dus (ouvriers) - Coef. T_{in}	0,042	0,958	0,042	0,958
Salaires dus (cadres) - Coef. T_{in}	0,042	0,958	0,043	0,957
Intérêts courus sur emprunts - Coef. T_{in}	0,167	0,833	0,143	0,857

Notes : les calculs sont arrondis ; T_{jn} signifie coefficient de transfert relatif à un flux d'entrée de fonds « j » de la période n, et, T_{in} coefficient de transfert relatif à un flux de sortie de fonds « i » de la période n.

Tableau 7 bis : Variation des coefficients de transfert ($\Delta T_{k(n)}$)

$\Delta T_{k(n+1)} = T_{k(n+1)} - T_{k(n)}$	Ecart II - I ΔT_{k1}
Crédit-client	-0,059
Crédit-fournisseur	-0,006
Crédit « autres charges »	-0,027
Salaires dus (ouvriers)	0,001
Salaires dus (cadres)	-0,002
Intérêts courus sur emprunts	0,024

Tableau 8 : Variation du Besoin en fonds de roulement.

	Périodes I à II
Variation du crédit - client	1 000 000
Variation du crédit - fournisseur	0
Variation du crédit sur autres charges	50 000
Variation salaires dus personnel ouvrier	15 000
Variation salaires dus personnel cadre	10 000
Variation B.F.R.	925 000

Tableau 9 : Tableau de financement.

A – Variation du fonds de roulement	
	I à II
CAF	4 169 704
Investissements nets	1 900 000
Emprunts nets	120 000
Var. Intérêts courus	1 000
Augmentation de capital	0
Dividendes versés	0
Variation du F.R.	2 390 704

B – Variation du BFR et de la trésorerie	
	I à II
Variation du B.F.R.	925 000
Variation de la trésorerie	1 465 704
Variation du F.R.	2 390 704

Note : il s'agit des investissements autres qu'en BFR

Tableau 10 : Evaluation du flux de trésorerie disponible en période II.

Flux	Période II
Capacité d'Autofinancement	4 169 704
Variation du BFR	925 000
Variation des intérêts courus sur emprunts	1 000
Trésorerie d'exploitation	3 245 704
Investissements nets	1 900 000
Trésorerie disponible	1 345 704
Variation de la dette financière	120 000
Trésorerie disponible après financement externe des investissements	1 465 704

Conclusion :

La dissociation « prix - quantité » du compte de résultats permet de décrire l'origine du surplus de trésorerie. Mais ce surplus de trésorerie n'est que potentiel. Pour connaître la variation effective de l'encaisse due à une augmentation de la productivité, on doit intégrer à l'analyse le décalage temporel entre flux potentiels de trésorerie et flux effectifs de trésorerie. En outre, dans ces échanges avec les parties prenantes à la production l'entreprise par le biais des flux de trésorerie décalés, transfère ou hérite des flux d'encaisse qui obèrent ou au contraire améliorent la trésorerie disponible de fin de période. En étudiant les **variations des décalages temporels** entre flux d'exploitation et flux de trésorerie on appréhende les **transferts de trésorerie entre les parties prenantes à la production**. Ainsi, on peut décrire les origines internes et externes du flux de trésorerie disponible et préciser à qui profite le surplus de trésorerie d'exploitation, de l'entreprise ou de ses partenaires.

Une fois décrits l'origine et la destination de la valeur créée, par le biais des transferts de trésoreries entre les parties prenantes à la production, se pose **la question de la gouvernance**, c'est-à-dire de la gestion des rapports de forces en présence. Cette approche permet d'évaluer la structure du cycle d'exploitation et de tester dans **un modèle de simulation** toute politique de restructuration de l'exploitation. Elle pourrait guider la **négociation avec les agents** et **l'acceptation par l'entreprise d'un certain niveau de transfert de risque**. L'entrepreneur poursuit la maximisation du flux de trésorerie disponible aussi bien en jouant sur les facteurs de productivité de son exploitation qu'en négociant ou en imposant à ses partenaires des conditions d'échange qui lui sont favorables. Mais il doit prendre en compte les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes de la firme :

dirigeants, actionnaires, créanciers, clients, fournisseurs, salariés, Etat. L'analyse des rapports entre agents dans ce domaine éclaire la théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence.

Bibliographie :

- Albouy M. , « Décisions financières et création de valeur », *Economica*, 2000, 406 p.
- Aoki M., Gustafsson B., et Williamson O.E., « The firm as a nexus of treaties », Sage Publications, London, 1990.
- Boissonnade E., Palu J-C., « Délais de paiement : effets d'une réduction », *Banque* 1991, p. 908 et s.
- Brandeburger A. M. et Stuart H.W., "Value-Based Business Strategy", *Journal of Economics et Management Strategy*, vol. 5, n° 1, Spring, 1996, 5-24 p.
- Charreaux G., « La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, tome 13, vol. 1, juin, pp. 7-46, 2007.
- Coleman J.S., *Foundations of Social Theory*, Harvard University Press, 1990.
- Copeland T., Koller T. and Murrin J. (2000), "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 3rd ed. 2000, McKinsey & Company Inc., 479 p.
- Fama E.F., « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, April 1980.
- Fama E.F. & Jensen M.C., « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, 26, 1983.
- Freeman R. E., Harrison J. and Wicks A.C., « Managing for Stakeholders » Yale University Press, 2007, 200 p.
- Hirigoyen G., « Nouvelles approches du lien stratégie - finance », *Revue Française de Gestion*, janvier - février 1993, pp. 64 - 73.
- Jensen M., « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *European Financial Management*, September, v. 7, iss. 3, 2001, pp. 297-317.
- Jensen M.C., « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, 1986.
- Malo J.L., « Comptes de surplus », *Encyclopédie de Gestion*, Paris, *Economica*, 1989, p. 462.
- Rappaport A., « Creating Shareholder Value: the New Standards of Business Performance », Free-Press, 1986.
- Rubinstein, M., « Le débat sur le gouvernement d'entreprise en France. Un état des lieux ». Séminaire CEPN, Novembre 2001, 26 p.
- Standard & Poor's, « Corporate governance scores and evaluations », *Standard & Poor's Governance services*, 2003, 11 p.
- Ternisien M., « L'importance du concept de flux de trésorerie disponible », *Revue Française de Comptabilité*, mars 1995, pp. 72-77.
- Vassal J.C., « La méthode des surplus : applications à l'analyse du comportement des entreprises », *Banque*, 1972, n° 308 et 309.
- Williamson O.E. & Winter S.G., « The nature of the firm », Oxford University Press, 1991.
-