

La trésorerie des entreprises françaises : tentative d'explication par la démarche d'engagement crédible

Régis COEURDEROY

Professeur de Stratégie, Université Catholique de
Louvain
CRECIS

Henri KOULAYOM

Professeur de Finance, Bordeaux Ecole de Management
Membre du CEREBEM et du CEREG -Université de Paris-
Dauphine

Régis COEURDEROY

est actuellement Professeur de Stratégie à l'IAG School of Management à l'Université Catholique de Louvain (Belgique) et membre du CRECIS – Center for Research in Change, Innovation and Strategy. Entre 1994 et 2000, il fut économiste associé à la Banque de France (Paris) et à la Commission Européenne (Bruxelles). Il est titulaire d'un doctorat de stratégie du Groupe HEC et auteur de plusieurs publications sur la stratégie et la théorie des coûts de transaction.

Henri KOULAYOM

est Professeur de Finance à Bordeaux Ecole de Management (BEM) et membre du CEREG (Centre de Recherche en Gestion) à l'Université de Paris-Dauphine. Il est affilié au Centre de Recherche de Bordeaux Ecole de Management (CEREBEM). Titulaire d'un doctorat de finance à l'Université de Paris-Dauphine et membre du jury national d'expertise comptable. Il a publié plusieurs articles sur le comportement des entreprises en matière de trésorerie et sur les normes comptables. Il a travaillé dans de nombreuses institutions comme la Banque de France et la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement et a participé à de nombreuses négociations officielles avec les plus grandes institutions financières internationales.

La trésorerie des entreprises françaises : tentative d'explication par la démarche d'engagement crédible^{*}

Résumé

Depuis près de deux décennies, les entreprises françaises détiennent de plus en plus de trésorerie dans leurs actifs, en excès de ce qu'il leur est nécessaire pour satisfaire à des objectifs de transaction et d'équilibre financier. Pourquoi détiennent-elles autant de trésorerie? En remontant à la période 1989-1993, les résultats de la régression logistique, sur un échantillon extrait des bases de données qualitatives Sésame et quantitatives Centrale de Bilans de la Banque de France, montrent que les entreprises ayant des valeurs mobilières de placement significatives suivent une logique stratégique d'engagement crédible décrite à partir de la théorie des coûts de transaction, de la théorie de l'agence et de l'analyse stratégique.

Mots clés : Trésorerie, engagement crédible, spécificité des actifs, coûts d'agence, concentration.

Abstract

Why do French companies hold so much more cash than they used to two decades ago? We targeted the period 1989-1993 in order to study the emergence of the phenomenon of cash holdings. Using a logistic function to analyse both qualitative and quantitative French firm data from the Central Bank of the « Banque de France », we find that marketable securities are related to the credible commitment hypothesis shown in transaction cost theory, agency theory and the literature on business strategy.

Keywords: Cash and marketable securities, credible commitment, asset specificity, agency costs, concentration.

^{*} Les auteurs remercient la Banque de France pour la mise à disposition des données qualitatives et quantitatives. Ils sont reconnaissants à leurs collègues qui ont bien voulu apporter des commentaires utiles à l'amélioration de ce travail.

LA TRESORERIE DES ENTREPRISES FRANÇAISES : TENTATIVE D'EXPLICATION PAR LA DEMARCHE D'ENGAGEMENT CREDIBLE

I. Introduction

En 2006, Le groupe Bouygues détient 3,7 milliards d'Euros en trésorerie¹ correspondant à plus de 12,5% de ses actifs totaux. Au cours de la même année, le groupe PSA Peugeot Citroën conserve un niveau de trésorerie (hors actifs financiers courants) de plus de 6,6 milliards d'Euros atteignant ainsi un taux de 9,76% de ses actifs. Le groupe Saint-Gobain qui a culminé son taux de trésorerie à 21,42% en 2004, a entre temps réduit notablement son volume de trésorerie de 2,9 milliards d'Euros à 1,4 milliards d'Euros en 2006 pour s'établir à 9,53% de ses actifs. Avec 7,9 milliards d'Euros en 2006, le groupe Suez est une des plus grandes références françaises en matière de détention de trésorerie avec un taux de 29,84% de ses actifs. Pourquoi ces entreprises détiennent-elles autant de trésorerie ? Pourquoi n'utilisent-elles pas ces fonds pour verser des dividendes aux actionnaires inlassablement en attente de rémunération ? Depuis quelques années, il est devenu presque banal de voir des entreprises françaises avec des montants substantiels de trésorerie sans qu'il soit possible d'en déduire systématiquement les causes. Les études de Rajan et Zingales (1995, p.1428) et Ferreira et Vilela (2004, 304) montrent que cette possession massive de trésorerie qui touche principalement les entreprises cotées sur des places financières concerne tous les pays du G7 et de l'Union Européenne.

En tout état de cause, la trésorerie de l'entreprise n'a pas fait l'objet d'études théoriques précises dans la mesure où elle a été considérée sans intérêt dans les théories financières qui posent l'hypothèse de l'accès permanent à la dette comme une variable de gestion libre de toute contrainte de liquidité (Modigliani et Miller 1958). La problématique actuelle suscite néanmoins la curiosité de chercheurs de plus en plus nombreux qui cherchent à comprendre cet état de fait. Parmi les contributions les plus significatives, on peut évoquer la théorie de la préférence pour la liquidité pour justifier les mouvements de fluctuation de trésorerie (Keynes 1935). Les motifs qui poussent les agents économiques à détenir des stocks de monnaie sont le motif de transaction pour pouvoir mettre en œuvre une politique de production et de commercialisation, le motif de précaution pour faire face à des charges imprévues et le motif de spéculation pour profiter des opportunités liées à l'évolution des taux. Miller et Orr (1966) suggèrent ainsi qu'il existe une économie d'échelle dans la gestion d'encaisse qui justifie une détention moindre pour les grandes entreprises. Les nombreux développements s'appuyant sur les travaux de ces principaux auteurs et mettant de côté la variable placements financiers liquides prennent en charge les connaissances sur la demande de monnaie et la contrainte de liquidité mais sont insuffisants pour constituer une véritable théorie de la trésorerie des firmes.

Selon les enseignements classiques de l'analyse financière, la détention importante de trésorerie peut nuire aux performances de l'entreprise dans la mesure où elle correspond à une mobilisation de ressources sur des actifs à moindre rendement. Or quelques aperçus

¹ Par trésorerie, il faut entendre l'ensemble des disponibilités en caisse et dans les comptes bancaires et des valeurs mobilières de placement. Cette définition du Plan Comptable français correspond à la notion de "cash and cash equivalent" dans les normes IFRS-IAS 7 et les US GAAP-SFAS 95. Ces normes retiennent la notion de liquidité immédiate c'est-à-dire les liquidités disponibles plus les placements dont les transformations en liquidité peuvent se faire avec un risque de perte en capital très faible.

empiriques ne semblent pas permettre d'affirmer systématiquement une telle hypothèse. Au travers d'une étude sur la période 1986-1996, Mikkelson et Partch (2002, p.292) trouvent que les entreprises américaines avec d'importantes liquidités ont des performances d'exploitation comparables ou meilleures que les autres entreprises, peu importe la taille et l'activité de ces dernières. Dans cette mouvance, Opler, Pinkowitz, Stulz et Williamson (1999, p.3) concluent que les entreprises avec des taux de trésorerie importants sont celles qui ont les taux de croissance et les volumes de cash flow les plus importants. Ferreira et Vilela (2004, 317) dévoilent enfin que le montant de trésorerie détenu par les entreprises est positivement corrélé aux opportunités d'investissement et négativement corrélé aux substituts d'actifs liquides et au levier d'endettement ; l'ampleur de ce comportement dépendant de la nature du mécanisme de protection des investisseurs et de la concentration de l'actionnariat dans chaque pays. Sur des données françaises, Saddour (2006) et Koulayom (1999) mettent en évidence une liaison entre détention de trésorerie, risque et cash flow. Face à un comportement de détention excessif de trésorerie, il est donc prématuré de conclure automatiquement à une erreur de gestion ou, du moins, à une allocation sous-optimale. Cette première vision explicative dite du "compromis", paraît corroborer la thèse de l'existence d'un niveau optimal de trésorerie consistant à arbitrer entre le coût de détention de trésorerie et les avantages liés à la possibilité de saisir des opportunités et à la flexibilité financière.

Une deuxième vision explicative de ce phénomène concerne le pouvoir discrétionnaire des dirigeants qui ont un fort appétit pour les investissements qui leur apportent grandeur, honneur et gain personnel. Il s'agit de la théorie du free cash flow (Jensen 1986) qui ne place pas une équipe dirigeante en situation de maximisation de la richesse des actionnaires mais de destruction de valeur. Dans une telle situation, il serait préférable que la trésorerie excédentaire soit versée sous forme de dividendes aux actionnaires de sorte qu'en cas de besoin l'entreprise puisse recourir à des augmentations de capital pour financer ses nouveaux investissements. Cette sorte de hiérarchie des sources de financement a été exposée par Myers et Majluf (1984) après que Myers (1984) en ait défini les contours. Elle donne une préférence à l'autofinancement par rapport à la dette qui elle-même, est préférable aux fonds propres. Selon cette troisième représentation pragmatique, les entreprises qui génèrent des profits, remboursent en priorité leurs dettes et placent ensuite leurs excédents. En cas de pertes, elles vendent d'abord leurs titres de placement et diminuent leurs encaisses. Pour Opler, Pinkowitz, Stulz et Williamson (1999), une forte volatilité de la trésorerie témoignerait de l'occurrence d'un résultat d'exploitation déficitaire.

De multitudes d'énigmes restent pourtant inexplorés notamment la problématique du lien entre la stratégie et la possession de volumes importants de trésorerie au-delà de ce qui est économiquement justifiable pour faire fonctionner une entreprise. Si une telle stratégie existe, relève-t-elle en fin de compte, d'un acte volontariste de création d'un potentiel de richesse ex ante? En approximant la mesure approximative de l'excédent de trésorerie par l'aptitude d'une entreprise à détenir des valeurs mobilières de placement, cette étude présente le comportement en matière de trésorerie comme la résultante d'une logique stratégique "d'engagement crédible²" (Williamson 1985, chapitres 7 et 8) à partir de la théorie des coûts de transaction, de la théorie de l'agence et de l'analyse stratégique. Les tests empiriques sont réalisés à l'aide d'un échantillon de 2698 entreprises extrait des bases de données comptables et stratégiques de la Banque de France. La période 1989-1993 a été retenue en particulier car ce phénomène de trésorerie est apparu durant la fin des années 80 avec la mise en route de nombreuses réformes des différents marchés financiers nationaux et internationaux qui ont modifié étonnamment les rapports entre l'entreprise et ses partenaires financiers de sorte que

² 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.

la fonction de trésorerie a évolué dans ses caractéristiques techniques mais aussi dans ses responsabilités.

II. Considérations théoriques

Toutes les opérations régies par les dirigeants d'une entreprise dans le cadre de la stratégie globale se traduisent en définitive en mouvements de liquidités à plus ou moins brève échéance. Il apparaît que cette trésorerie est susceptible de fournir à la firme un avantage concurrentiel en renforçant son aptitude à saisir des opportunités pour établir des barrières à l'entrée ou à se défendre contre les attaques menées par les concurrents (Porter 1998a). Il existe assurément une relation inverse entre la détention de trésorerie et le taux de concentration d'un secteur (Baskin 1987, p. 317). Plus généralement, la gestion de la trésorerie concourt au système d'allocation des ressources à l'intérieur de la firme, généralement assimilé comme l'équivalent "bureaucratique" du "mécanisme des prix" du marché³. Le choix d'un niveau de liquidités, la décision d'une politique de placement et la gestion des risques financiers constituent une grande partie des activités d'allocations des ressources que les trésoriers sont amenés à opérer afin de réguler les échanges aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de la firme. Le mystère de la liquidité réside donc dans la contradiction entre la flexibilité financière et l'accroissement des coûts de faillite consécutif à l'émission de dettes risquées (Shleiffer et Vishny 1992). La fonction objective de la trésorerie serait alors de minimiser les coûts de transaction et d'améliorer les problèmes d'agence.

Deux principales théories permettent d'illustrer ces deux situations : la "théorie de l'agence" et "l'économie des coûts de transaction". En premier lieu, la théorie de l'agence s'attache à observer les conflits de l'entreprise comme un nœud de contrats. Par conséquent, elle expose les relations d'agence entre individus génératrices de coûts d'agence en proposant le cas échéant des modes de résolution (Jensen et Meckling 1976, Jensen 1983)⁴. L'agent individuel est dans ce modèle au centre de l'élaboration et de la rédaction de contrats qui peuvent opposer les dirigeants et les actionnaires d'une part, les dirigeants-actionnaires et les créanciers d'autre part. En second lieu, l'économie des coûts de transaction qui suppose que l'entreprise comme une structure de gouvernance, fournit un éclairage sur l'appréhension des contrats mettant en jeu un fournisseur qui cherche à s'approprier des avantages appartenant à l'acheteur (Williamson 1975)⁵. Cela explique en effet que, pour améliorer l'efficacité économique des échanges, il faut intégrer les transactions dans des structures de gouvernance adaptées. Cela doit se faire en évaluant les caractéristiques des transactions selon trois attributs (Williamson 1985, chapitre 2):

- la spécificité des actifs qui équivaut à leur degré de "redéployabilité" vers un autre usage (plus ils sont spécifiques, moins ils sont redéployables);
- l'incertitude des agents sur le déroulement de la transaction, qui dépend du niveau d'opportunisme et du petit "nombre", de la rationalité limitée et de l'asymétrie d'information des dits agents;

³ L'allocation des ressources est soumise à une autorité ou hiérarchie.

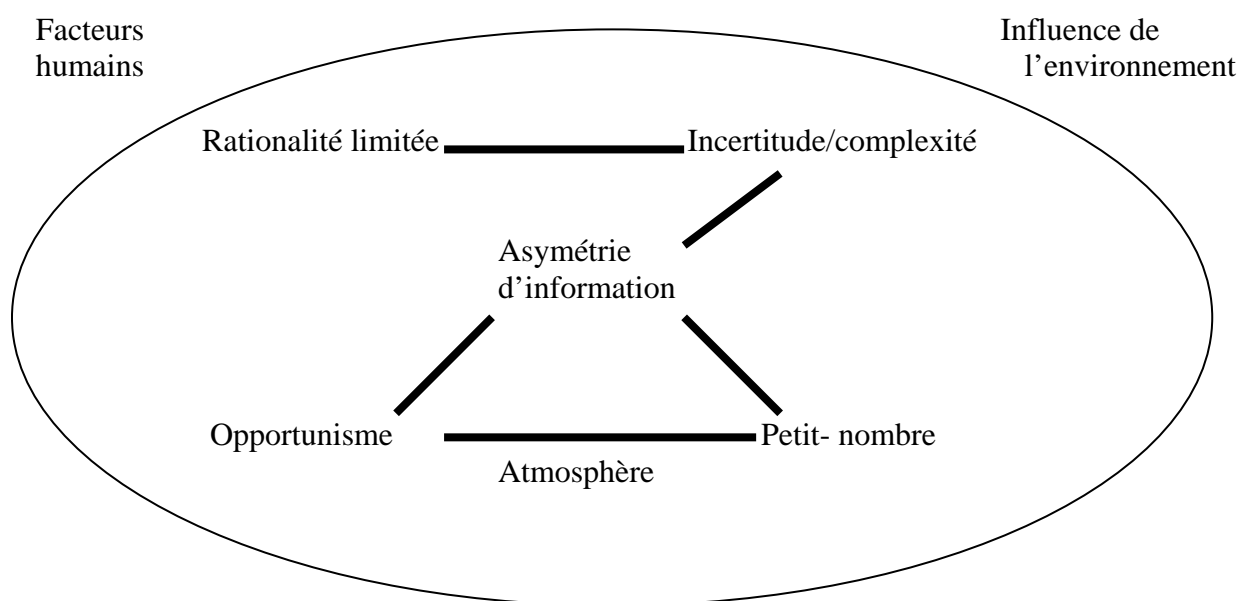
⁴ La théorie de l'agence traite particulièrement des relations contractuelles entre partenaires au sein d'une structure de production précise. A l'origine de cette théorie, Berles et Means (1932) introduisent l'idée de la séparation de l'actionnariat et du contrôle dans les grandes entreprises.

⁵ Le processus de réallocation permanent permet d'optimiser le système d'allocation des ressources notamment grâce à la possibilité des biens détenus, de changer de mains. Coase (1937) a posé le double cadre des conditions d'une prise en main d'une action productive par le marché ou de sa réalisation par une organisation de production. Le choix entre le mode de marché et celui de la hiérarchie dépend des coûts de transaction et non de l'individu en temps que tel ; la transaction constituant un transfert de propriété.

- et enfin la fréquence qui concerne le nombre des échanges⁶.

D'un côté, les mandants vont engager des coûts de surveillance pour s'assurer que les mandataires prennent bien en compte leurs intérêts et les mandataires vont engager des coûts de dédouanement pour rassurer les mandants sur la qualité de leur bonne foi ; les mandants ont, dans tous les cas, conscience des risques d'exécution du contrat par les agents (coûts ex ante). De l'autre côté, la combinaison des facteurs humains et environnementaux conduit à l'établissement de contrats qui établissent les engagements entre les parties en fonction de coûts ex ante associés à la rédaction, à la négociation et à la garantie des accords et de coûts ex-post d'administration et de surveillance de la bonne exécution des contrats (figure 1).

Figure 1 : Cadre organisationnel (Williamson 1975)



L'excédent de trésorerie relève d'une stratégie particulière qui suscite des tensions entre les parties prenantes de l'entreprise. Le « free cash flow », représentant 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 de capital raisonnable (Jensen 1986), peut entretenir ces frictions. Pour des raisons de contraintes financières, les dirigeants préfèrent ainsi constituer un volant de trésorerie pour en disposer dans le financement de leurs investissements discrétionnaires sans avoir à subir la pression exercée par les marchés financiers s'ils devaient solliciter des fonds externes. La dette permet ainsi de limiter le risque de free cash-flow puisqu'elle oblige incidemment les dirigeants à se défaire de liquidités qu'ils n'auraient pas versées aux actionnaires sous forme de dividendes. Mais elle crée des divergences d'intérêt entre dirigeants-actionnaires et créanciers (Jensen et Meckling 1976). En tant que véritables propriétaires de cette trésorerie, les actionnaires peuvent-ils contraindre les dirigeants à abonder dans leur sens c'est-à-dire à maximiser leur richesse? Et y ont-ils vraiment intérêt, du moins de manière systématique ?

⁶ L'attribut de spécificité est celui qui joue le rôle le plus important ici, les 2 autres agissant dessus comme des leviers.

La trésorerie assimilable dans la théorie des coûts de transaction à un actif non spécifique, pose le problème de la structure de gouvernance adéquat. Williamson (1988) soutient que le degré de spécificité des actifs d'une entreprise détermine ses arbitrages entre les différents modes de financement. Le choix du financement par dette est réalisé lorsque les actifs à financer présentent une liquidité élevée. A l'inverse, les fonds propres seront privilégiés lorsque la redéployabilité des actifs est faible. L'incertitude de l'environnement liée à des facteurs externes comme la tenue des marchés financiers et celle propre à l'entreprise comme la perte d'un client important sont autant d'éléments susceptibles d'influencer directement la trésorerie de l'entreprise et ce, d'autant plus que l'opportunisme est important.

III. Modèle

La trésorerie apparaît revêtir la forme d'un actif non spécifique caractérisé par un degré de redéployabilité maximal⁷ car elle peut être réaffectée à d'autres utilisations en dehors de l'entreprise sans que sa valeur vénale soit véritablement atteinte. La détention d'actifs non spécifiques de type excédent de trésorerie implique l'idée d'incertitude et de rationalité limitée. En entretenant une activité de trésorerie dynamique, l'entreprise entend généralement limiter l'incertitude de l'environnement et dans une moindre mesure, l'opportunisme lié aux asymétries d'information. Ce point de vue met en lumière la spécificité de la fonction de trésorerie qui ne peut s'expliquer que par l'impact favorable de son activité sur les autres activités de l'entreprise⁸. L'opposition entre trésorerie "non-spécifique" et trésorerie "spécifique" conduit à penser que le comportement en matière de trésorerie ne jouit que d'une autonomie relative et, dans tous les cas, est hétérogène. La mise en oeuvre d'actifs spécifiques de production dans un environnement incertain peut en effet entraîner:

- soit une constitution de garantie sous forme de trésorerie de manière à diminuer le risque;
- soit un accroissement de la prime de risque par une forte internalisation de la fonction de trésorerie.

La trésorerie fonctionnerait alors comme un régulateur du mode de gouvernance adopté par l'entreprise dans ses échanges. Selon Williamson (1991), entre les situations "pures" de marché ou de hiérarchie qui sont à la fois les solutions organisationnelles les plus extrêmes et les plus exceptionnelles, il existe en effet une multitude de formes intermédiaires qui concourent à structurer les échanges économiques. L'auteur modélise en particulier les situations d'engagement crédible (Williamson 1985, chapitre 7 et 8). Sur un modèle de théorie des jeux, il explique qu'en situation d'actifs spécifiques - donc soumis à un risque d'expropriation - l'investisseur a intérêt à fournir des garanties pour limiter ses risques. Plus généralement l'entreprise signale son engagement à moyen terme et réduit les menaces d'opportunisme qui altèrent sur une moyenne période l'efficacité des échanges. La première des garanties que peut offrir l'entreprise est l'exposition d'un otage immédiatement délivrable, soit un stock d'actifs liquides⁹.

Le schéma de contractualisation classique peut être appliqué dans ce cas précis (voir figure 2). Lorsque l'actif n'est pas spécifique ($k = 0$), le prix de rentabilité de la première transaction (A) s'affiche à un niveau p_1 . Les investissements étant récupérables, il n'est pas nécessaire

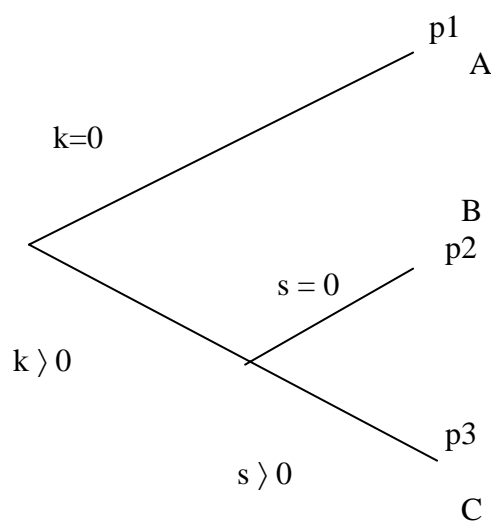
⁷ Les autres actifs redéployables classiques sont les terrains, les bâtiments, les matériels standardisés, les camions, les voitures utilitaires et les matières premières banalisées.

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

⁹ Les parties prenantes en situation d'échange bilatéral peuvent mettre en place des engagements crédibles consacrant leur confiance réciproque. Le modèle des otages décrit les coûts lors de l'évaluation de l'échange. Dans l'hypothèse où la firme maintient volontairement des excédents de trésorerie pour répondre à des objectifs d'engagement crédible, celle-ci a néanmoins plus intérêt, en termes de rendement de l'actif, à placer ses liquidités sous forme de valeurs mobilières de placement.

d'assumer le coût d'une garantie en cas de rupture de l'échange. En revanche, lorsque la transaction nécessite des investissements très spécialisés ($k > 0$), alors il faut envisager deux cas de figure. Pour gérer le risque de liquidation imprévue, les parties en présence peuvent décider de présenter des garanties pour protéger leurs investissements ($s > 0$) ou de prendre le risque de tout perdre ($s = 0$). Le prix de rentabilité (p_3) inhérent à la dernière transaction (C) est supérieur à celui (p_2) de la première transaction (B) du fait de l'existence d'une prime de risque.

Figure 2 : Un schéma de contractualisation (Source: Williamson 1985)



Dans le cas qui nous intéresse, ce schéma de contractualisation peut s'interpréter de la manière suivante : en cas de non-spécificité des actifs, la détention de trésorerie n'a pas d'impact sur la réussite de la transaction. En tant qu'actif non spécifique, la trésorerie peut servir de collatéral en cas de liquidation de la firme (Shleiffer et Vishny 1992). Elle est superflue ou répond à d'autres objectifs. En situation de spécificité des actifs (autres que ceux de trésorerie), la détention de trésorerie en excès agit comme une garantie ($s > 0$) : en tant qu'engagement crédible de l'entreprise, elle lui permet de réduire la prime de risque attachée à ses investissements spécifiques. Cet engagement crédible n'a de sens que si l'entreprise détient des actifs liquides en excès de ce qui lui est nécessaire pour son activité. Pour procéder à une étude empirique de ce schéma, il y a lieu d'isoler les entreprises qui détiennent des actifs liquides en excès des autres. Aucun critère optimum n'existant pour les différencier, nous désignerons, par la suite, les entreprises à "comportement excédentaire"¹⁰ comme celles qui détiennent un faible pourcentage significatif de valeurs mobilières de placement. Ces actifs financiers constituent de ce fait un élément important de l'aptitude d'une entreprise à avoir des actifs liquides en excès. On peut donc formuler la proposition générale suivante :

¹⁰ Sur des données françaises, Koulayom (1996, p.54) montre que les entreprises ayant des valeurs mobilières de placement sont celles qui disposent des taux de trésorerie les plus importants. D'autres auteurs préfèrent retenir, par des tests statistiques, un niveau donné de taux trésorerie. Chez Mikkelson et Partch (2002, p.279), un taux de trésorerie de 25% des actifs est choisi pour bâtir deux groupes d'entreprises : les trésorières et les non les trésorières.

Les entreprises à comportement excédentaire suivent une logique stratégique d'engagement crédible.

De cette proposition générale, plusieurs hypothèses opérationnelles en découlent.

a) Conformément à la logique développée par l'économie des coûts de transaction, le besoin de garantie est directement corrélé au degré de spécificité des actifs. D'où la première hypothèse,

Hypothèse 1 : Plus une entreprise a des actifs spécifiques, plus elle a de chances d'avoir un comportement excédentaire.

b) Par ailleurs, une stratégie d'engagement crédible ne peut devenir profitable que sur un horizon temporel de moyen terme : on accepte un coût supplémentaire (celui de la garantie) parce qu'on en attend un bénéfice ultérieur. En l'occurrence, l'offre de garantie signale ici la cohérence stratégique de l'entreprise vis à vis de ses tiers. C'est une façon de limiter les effets négatifs des situations d'asymétrie d'information (Williamson, 1975 ; Tirole, 1988). D'où la seconde hypothèse,

Hypothèse 2a : Plus une entreprise cherche à manifester la cohérence de ses choix stratégiques, plus elle a de chances d'avoir un comportement excédentaire.

En situation conjointe d'actif spécifique et de cohérence à moyen terme, le besoin de réaliser des engagements sera renforcé (Porter 1998b). D'où l'hypothèse 2 bis,

Hypothèse 2b : Plus une entreprise a des actifs spécifiques et cherche à manifester sa cohérence stratégique, plus elle a de chances d'avoir un comportement excédentaire.

c) Dans le cadre de sa stratégie défensive, une firme a intérêt à signaler sa volonté de défendre sa position vis-à-vis des clients pour éviter que ceux-ci ne dictent leurs lois. L'accumulation de trésorerie en excès permet de signifier la fermeté de son engagement (Porter 1998b). D'où la troisième hypothèse.

Hypothèse 3 : Plus une entreprise appartient à un secteur faiblement concentré, plus elle a de chances d'avoir un comportement excédentaire.

d) Ce besoin d'affirmer ses engagements crédibles de cette façon se justifie dans la mesure où l'entreprise est une entité autonome à l'égard des tiers (c'est elle qui s'engage). Ce besoin diminue avec la baisse de l'autonomie, en particulier en cas d'intégration dans une structure organisationnelle plus vaste. Pour Ferreira et Vilela (2004, p.318), le niveau de développement des marchés de capitaux est négativement lié avec la détention de trésorerie et pour Opler, Pinkowitz, Stulz et Williamson (1999, p.44), à situation comparable les firmes qui ont un accès important à ces marchés, notamment les grandes entreprises et celles qui ont des ratings favorables, tendent à détenir moins de trésorerie. Il s'agit d'évaluer l'effet de l'appartenance à un groupe¹¹ en distinguant les têtes de groupe des filiales. L'impact des relations financières intra-groupes¹² est particulièrement important sur la politique de

¹¹ La loi du 3 janvier 1985 reprise en partie par la norme du Comité de Réglementation Comptable n°99-02 relative aux bilans consolidés définit juridiquement le groupe comme étant un ensemble d'entreprises contrôlées de manière exclusive ou conjointe par une société ou sur lesquelles la société exerce une influence notable.

¹² La loi bancaire du 24 janvier 1984 et la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 permettent à une firme, sans être un établissement de crédit, de procéder à des opérations de trésorerie avec des

croissance et la stratégie de financement. On conçoit nettement qu'une filiale de groupe qui dispose d'un excédent monétaire puisse mettre celui-ci à la disposition d'une autre affaire du groupe qui en a besoin. De cette manière, la mise en place d'une gestion centralisée de la trésorerie permet de maximiser l'intérêt du groupe. D'où la quatrième hypothèse, qui se décline en deux sous-hypothèses,

Hypothèse 4a : Une entreprise intégrée dans une structure de groupe comme filiale a moins de chances d'avoir un comportement excédentaire.

Hypothèse 4b : Une entreprise intégrée dans une structure de groupe comme tête de groupe a plus de chances d'avoir un comportement excédentaire.

e) L'existence de free cash flow accroît les risques de conflits entre actionnaires et dirigeants (Jensen 1986). Les premiers cherchent à dissuader les derniers de verser les excès de trésorerie sous forme de dividendes en l'absence d'opportunité de croissance ; les seconds cherchent à signaler leurs engagements vis-à-vis de l'objectif de maximisation de la richesse des premiers. Dans ce dernier cas, le conseil d'administration permet de discipliner les dirigeants (Fama 1980, Williamson 1985). D'où la cinquième hypothèse,

Hypothèse 5 : Moins la pression des actionnaires sur les dirigeants est importante, plus l'entreprise a de chances d'avoir un comportement excédentaire.

f) La détention de valeurs mobilières de placement est ici considérée comme une garantie directement liée à la présence d'actifs spécifiques à protéger. Selon les travaux de Williamson (1988) et de Balakrishnan et Fox (1993), il est préférable de financer les actifs spécifiques sur fonds propres et les non-spécifiques par l'endettement. Pour Coeurderoy (2004, p.85), le recours aux fonds propres est mieux adapté pour financer des investissements immatériels, et dont les rendements futurs impliquent une prime de risque élevée. D'où la sixième hypothèse,

Hypothèse 6 : Moins une entreprise recourt à l'endettement, plus elle a de chances d'avoir un comportement excédentaire.

IV. Méthodologie

Le comportement en matière de trésorerie est appréciable par une typologie qui prend en compte la mesure comptable des valeurs mobilières de placement. Son aspect stratégique relatif à l'engagement crédible est exploré par l'intermédiaire de données qualitatives et financières.

Les données

Les données qualitatives sont extraites de la base de données Sesame (Système Elargi de Support à l'Analyse Multicritère d'Entreprise) de la Banque de France qui recueille des données qualitatives sur le comportement stratégique des entreprises de l'industrie manufacturière. L'échantillon regroupe près de 4 000 entreprises enquêtées sur deux années dont les effectifs sont compris entre 35 et 2 000 salariés (sur la base des comptes sociaux de

sociétés ayant avec elle directement ou indirectement des liens de capital conférant à l'une d'entre elles un pouvoir de contrôle effectif sur les autres.

l'année précédant l'enquête)¹³. Plus de 150 questions sont posées directement au chef d'entreprise par un enquêteur de la Banque de France (voir extrait en annexe 1).

Les données comptables utilisées proviennent de la base CDB (Centrale de Bilans) de la Banque de France qui compte quelques milliers d'adhérents tous secteurs confondus sachant que les secteurs de l'industrie ont les meilleurs taux de représentativité de la base dans l'économie (près de 64% en termes d'effectifs). De plus, nous procédons à une extraction des liaisons financières à partir du Fichier Bancaire des Entreprises (FIBEN) de la Banque de France. La cotation FIBEN¹⁴ donnée à chaque entreprise comporte une composante relative à l'information sur les liaisons financières intra-groupes filiale, tête de groupe ou indépendante. Enfin, nous fusionnons les trois fichiers obtenus des bases de données Sésame, CDB et FIBEN; ce qui nous permet de constituer un échantillon de 2698 entreprises. La répartition en termes d'effectifs et de secteur d'activité de cet échantillon est exposée dans les tableaux 1.

Tableau 1 : Classement des entreprises de l'échantillon en fonction du secteur NAF

Code secteur	Intitulé du secteur	Nombre d'entreprises
SECTEUR 1	Bien d'Equipement Professionnels	530
SECTEUR 2	Biens Intermédiaires	846
SECTEUR 3	Industries Agricoles et Alimentaires	354
SECTEUR 4	Matériel de Transport Terrestre	84
SECTEUR 5	Biens de Consommation	884
Total	Industrie Manufacturière	2698

La variable dépendante

Nous construisons une variable dichotomique en fonction du taux de détention de valeurs mobilières de placement : une firme est classée dans le groupe des excédentaires si son taux de détention de valeurs mobilières de placement est supérieur à 2%¹⁵ et dans l'autre groupe dans le cas contraire.

$$TVAMP = \frac{\text{Valeurs mobilières de placement}}{\text{Total bilan}} * 100$$

Les variables indépendantes

Une technique fréquemment employée pour évaluer le "proprietary content" de l'entreprise dans ses transactions est de mesurer ses dépenses de recherche et développement (Caves 1982). L'idée est que plus l'entreprise consacre des dépenses à la recherche et développement, plus elle investit dans des frais non récupérables dans un autre usage. Il s'agit d'une mesure relativement frustrée de la spécificité mais qui permet une première approche (Coeurderoy et Quélin 1994). Outre ces dépenses, il est également possible de comptabiliser l'effort consacré

¹³ Globalement pour la cible d'entreprises concernées, cette base de données offre un taux de couverture de 20% en moyenne par classe d'activité (par rapport à l'exhaustif B.J.C. de l'INSEE). Les PME-PMI sont plus représentées que les grandes entreprises.

¹⁴ La cotation attribuée par la Banque de France synthétise l'appréciation portée, à un moment donné, sur la situation d'une entreprise industrielle et commerciale à un horizon de deux ans. Elle constitue entre autres une technique pour déterminer l'assiette des effets privés éligibles aux interventions de la banque.

¹⁵ Il s'agit du taux de significativité fixé par simulation statistique.

à la formation des salariés, selon la même logique que celle précédemment énoncée. On construit donc un indicateur de spécificité des actifs de l'entreprise. Le taux de recherche et développement est ici pris au carré afin de mieux tenir compte du besoin croissant de garantie en fonction de la spécificité des actifs.

$$\text{RETD} = \left(\frac{\text{Dép. R \& D}}{\text{Valeur ajoutée}} * 100 \right)^2$$

La cohérence stratégique s'exprime ici comme une cohérence intertemporelle. Autrement dit, elle peut se comprendre comme la capacité de l'entreprise (ou, pour être plus exact, de ses dirigeants) à anticiper conjointement les évolutions externes et internes. Pour évaluer cette cohérence, une variable est créée pour résumer la visibilité à moyen terme de l'entreprise. Elle est construite de la façon suivante¹⁶.

$$\text{COMSTR} = \text{ANTICIP} + (5 - \text{OBRENCT})$$

L'interaction entre le savoir faire et la cohérence stratégique est mesurée par la variable INT. Le taux de concentration mesure ici la part de marché cumulée des principales firmes du secteur (au niveau de la classe d'activité). Dans une industrie à forte concentration, les clients (secteur situé en aval) disposent d'un pouvoir de négociation énorme vis-à-vis des fournisseurs et peuvent leur imposer des clauses de contrat contraignantes.

$$\text{CONCEN} = \frac{\text{Part de marché cumulée des 4 plus grosses firmes du secteur}}{\text{Chiffre d'affaires du secteur}} * 100$$

L'intégration d'une entreprise dans une structure de groupe peut s'appréhender de deux manières. On construit ainsi deux variables dichotomiques: statut ou non de filiale, statut ou non de tête de groupe (FILIALE et HOLDING). La pression des actionnaires permet d'apprécier les difficultés de contrôle des dirigeants par les actionnaires (PROPR). Le risque de conflit entre ces deux parties prenantes est d'autant plus grand que le volume des ressources sous le contrôle des dirigeants est important (Stulz 1990). Le taux d'endettement représente le poids des ressources empruntées d'une entreprise dans le financement propre initié par les actionnaires. Il traduit l'indépendance de celle-ci vis-à-vis des apporteurs de capitaux d'emprunt.

$$\text{TXAPEX} = \frac{\text{Apports externes}}{\text{Financement propre}} * 100$$

¹⁶ Voir annexe 1. L'échelle des réponses (de 1 à 5) est inversée.

Les variables de contrôle

La détention d'un stock excédentaire de valeurs mobilières de placement n'est possible d'autant plus que l'entreprise n'est pas contrainte de faire face à des chocs exogènes imprévus. La prise en compte de ces chocs est réalisée par une question sur l'ampleur des changements économiques et financiers dans le secteur. Il s'agit de la turbulence économique et financière de l'environnement (TURB). Le développement d'importants mouvements de restructuration de la firme peut se comporter comme un agitateur sur la gestion de trésorerie. Afin de faciliter les changements internes, l'entreprise peut notamment utiliser ses liquidités en priorité, reléguant au second rang la poursuite d'objectifs d'engagement crédible (CHAN). L'instabilité est vue comme un élément perturbateur pouvant rendre celle-ci vulnérable. L'effet taille est également scruté. L'entreprise est considérée comme une PME-PMI si le nombre de ses salariés est inférieur 500 (PEGE) ; elle est classée parmi les grandes entreprises dans le cas contraire. Les grandes entreprises ont un niveau de risque faible du fait de leurs conditions d'accès plus favorables aux sources de financement. Les spécificités sectorielles permettent aussi d'appréhender le risque lié à l'activité principale de l'entreprise (SECTEUR 1 à 5). Enfin le taux de marge brute d'exploitation est une appréciation de la performance industrielle et commerciale de la firme. Il permet d'appréhender l'éventuelle influence de la capacité bénéficiaire sur la détention de valeurs mobilières de placement.

$$\text{TMBE} = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{\text{Volume d'affaires HT}} * 100$$

Les données comptables sont toutes prises en compte sur cinq ans - entre 1989 et 1993. La moyenne sur cette période permet de dégager une tendance "lourde" par-delà les effets purement conjoncturels. Il est couramment admis dans ce type d'étude de dégager de la sorte des tendances comportementales (Balakrishnan et Fox 1993). Les données qualitatives ont été recueillies sur la période 1993-1994. Les questions sont posées sur les trois dernières années, c'est-à-dire entre 1990 et 1993. Il y a donc un léger décalage dans le temps par rapport aux données financières. Cependant celui-ci peut être considéré comme relativement négligeable dans la mesure où les questions retenues possèdent un fort degré d'inertie¹⁷. Des informations descriptives et la matrice de corrélations sont fournies dans les tableaux 2, 3 et 4.

Tableau 2 : Données descriptives des variables quantitatives

	Moyenne	Ecart-type
RETD	6.04	66.11
CONCEN	49.80	31.97
TXAPEX	63.76	61.28
CHAN	3.65	1.16
COMSTR	5.04	1.76
TURB	3.43	1.28
TMBE	14.65	30.48

¹⁷ Les tests qui ont été faits pour évaluer les corrélations changent peu si la moyenne est ramenée à trois ans. En revanche, la tendance recherchée devient moins nette pour les données financières si l'on raccourcit la période d'étude.

Tableau 3 : Matrice des corrélations entre variables quantitatives

	RETD	CONCEN	TXAPEX	CHAN	COMSTR	TURB	TMBE
RETD	1.00						
CONCEN	0.29	1.00					
TXAPEX	-0.013	-0.032	1.00				
CHAN	0.024	0.009	0.152***	1.00			
COMSTR	-0.029	-0.021	-0.111***	-0.029	1.00		
TURB	0.009	-0.027	0.021	0.072***	-0.047***	1.00	
TMBE	-0.007	0.043**	-0.162***	-0.088***	0.043*	-0.087***	1.00

* Statistiquement significative au seuil de 5%

** Statistiquement significative au seuil de 1%

*** Statistiquement significative au seuil de 1%^o**Tableau 4 : Distribution du taux de détention des VMP (en %)**

Statistiques	PME	GE	Ensemble
Q1	0.00	0.00	0.00
Médiane	0.05	0.27	0.05
Q3	2.46	1.73	2.38
Minimum	0.00	0.00	0.00
Maximum	54.16	41.66	54.16
Moyenne	2.44	2.20	2.41
Nombre de firmes excédentaires	656	61	717
Nombre total des firmes	2 432	266	2 698

Analyse

L'hypothèse de base relative à l'existence d'une relation entre la stratégie d'engagement crédible et le comportement excédentaire en matière de trésorerie est testée à l'aide d'un modèle logistique. Il s'agit d'une régression administrée sur un fichier conduisant à prédire les valeurs prises par une variable catégorielle binaire à partir d'une série de variables explicatives continues. La variable à expliquer est la détention de valeurs mobilières de placement. Ces spécifications peuvent être décrites de la manière suivante¹⁸.

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \beta_0 + \beta_1 \text{RETD} + \beta_2 \text{COMSTR} + \beta_3 \text{CONCEN} + \beta_4 \text{FILIALE} \\ + \beta_5 \text{HOLDING} + \beta_6 \text{PROPR} + \beta_7 \text{TXAPEX} + \beta_8 \text{INT} + \beta_9 \text{TURB} \\ + \beta_{10} \text{CHAN} + \beta_{11} \text{SECTEUR1} + \beta_{12} \text{SECTEUR 2} + \beta_{13} \text{SECTEUR3} \\ + \beta_{14} \text{SECTEUR 4} + \beta_{15} \text{PEGME} + \beta_{16} \text{TMBE}$$

¹⁸ P est la probabilité pour une firme d'avoir un taux de valeurs mobilières de placement inférieur à 2% (codée 0), (1-P) est la probabilité pour une firme d'avoir un taux de valeurs mobilières de placement supérieur à 2% (codée 1). De plus, on prend comme référence sectorielle, le secteur 5.

V. Résultats

Les estimations de l'analyse logistique sont présentées dans le tableau 5. Les modèles présentés sont globalement significatifs au seuil de 1 % avec des pourcentages de bon classement qui dépassent 77%. Le caractère de spécificité des actifs joue un rôle significatif dans la détention de valeurs mobilières de placement. Ce sont les entreprises qui investissent dans la recherche et le développement qui ont le plus de chances de détenir des valeurs mobilières de placement. Les entreprises de type excédentaire ont donc tendance à s'engager dans un développement permanent de produits, dans la recherche de nouveaux segments de marché et dans la valorisation de leurs ressources humaines. Cette variable explique dans quelle mesure le développement d'actifs spécifiques peut engager l'entreprise à détenir des valeurs mobilières de placement pour gérer le risque induit par ces actifs. L'hypothèse 1 selon laquelle plus une entreprise a des actifs spécifiques, plus elle a un comportement excédentaire, est toujours validée. La constance de ce résultat met en évidence le fait qu'une entreprise qui acquière de nombreux actifs spécifiques accroît ses risques puisque l'éventualité de gains importants est aussi probable que celle de pertes importantes au sens du système d'aversion au risque. Deux effets distincts entrent ainsi en ligne de compte, d'une part, les actifs spécifiques que représentent ici le savoir faire sont porteurs d'un risque de génération de flux de trésorerie insuffisants (risque d'expropriation) ; d'autre part, les valeurs mobilières de placement sont des facteurs d'aggravation des conflits entre actionnaires et dirigeants par l'accumulation de flux de trésorerie disponibles (risque de free cash flow)¹⁹. Une firme avec des valeurs mobilières de placement signale de ce fait, avec un degré de vraisemblance suffisant, son engagement vis-à-vis des partenaires. La réduction des coûts de transaction qui s'en suit explique pourquoi ces dernières, conscientes de l'excès en trésorerie n'engageront pas systématiquement des représailles²⁰.

La cohérence stratégique représentant la capacité des dirigeants à anticiper et à signaler leur stratégie apparaît également largement significative. Les entreprises ayant des valeurs mobilières de placement significatives semblent attacher une assez grande importance aux anticipations à moyen voire à long terme dans la mise en oeuvre de leurs stratégies. Ainsi, leurs dirigeants qui pensent qu'il n'est pas inutile de prévoir les orientations budgétaires et stratégiques, se donnent les moyens de réaliser leurs projets ou d'assurer leurs échéances le moment venu. Plus l'horizon est lointain et plus le motif de précaution sera persistant. Il s'agit là, de la manifestation de l'engagement crédible qui permet de gérer l'asymétrie d'information entre les parties prenantes de l'entreprise en raison de la mise en place d'une cohérence stratégique. La constitution d'un tel système a un coût. Ce coût correspond-il au coût d'immobilisation de ressources sous forme de valeurs mobilières de placement? Alors que dans le modèle classique, la détention de valeurs mobilières de placement résulte d'une intention délibérée de la firme de conserver des actifs financiers pour sa préférence pour la liquidité, elle apparaît témoigner ici d'une préférence intertemporelle qui se traduit par la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières de placement en continu ; ces actifs financiers agissant comme des actifs intermédiaires. D'un côté ou de l'autre, on retrouve l'importance du facteur anticipation.

¹⁹ Dès lors, la détention de valeurs mobilières de placement n'est pas forcément synonyme d'accroissement de conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires. En principe, l'annulation des coûts d'agence qui en résulte est possible uniquement si l'excès de trésorerie est versé en totalité aux actionnaires (Jensen 1986).

²⁰ Il s'agit des coûts de contrôle (ex ante) et des coûts de surveillance (ex post).

Tableau 5 : Paramètres estimés du modèle Logistique Modèle

Variables	Modèle			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.848 (14.85)	0.848 (14.85)***	0.542 (4.13)**	
RETD	0.002 (7.39)**		0.003 (8.92)**	
COMSTR	0.075 (7.48)**		0.074 (7.44)**	
INT		0.0006 (8.61)**		-0.0007 (10.46)*
CONCEN	-0.003 (5.47)**	-0.003 (5.72)**	-0.002 (3.60)*	-0.002 (3.68)*
FILIALE	-0.460 (9.45)**	-0.461 (9.58)**	-0.462 (9.73)**	-0.464 (9.86)**
HOLDING	0.548 (4.45)*	0.537 (4.30)*	0.581 (5.08)**	0.569 (4.88)**
PROPR	-0.186 (2.33)	-0.213 (3.07)	-0.158 (1.71)	-0.186 (2.40)
TXAPEX	-0.024 (208.26)***	-0.024 (214.81)***	-0.024 (209.62)***	-0.025 (216.66)***
TURB	-0.133 (12.73)***	-0.134 (13.12)***	-0.136 (13.63)***	-0.137 (13.92)***
CHAN	-0.059 (2.13)	-0.066 (2.67)	-0.062 (2.39)	-0.069 (2.95)
TMBE	0.010 (42.45)***	0.010 (43.70)***	0.009 (35.14)***	0.0095 (36.55)***
SECTEUR1	0.392 (8.08)**	0.394 (8.23)**		
SECTEUR2	-0.006 (0.002)	-0.012 (0.010)		
SECTEUR 3	0.56 (11.97)***	0.535 (10.85)***		
SECTEUR4	-0.384 (1.31)	-0.424 (1.60)***		
PEGE	-0.412 (5.65)**	-0.441 (6.57)**	-0.381 (4.93)**	-0.412 (5.87)**
Log-lokelihood	2 595.048	2 602.550	2 618.044	2 625.283
Model Chi-square	(529.172)***	(521.670)***	(506.176)***	(498.398)**
% Cases predicted correctly	77.95%	77.46%	77.21%	76.80%

* Statistiquement significative au seuil de 5%

** Statistiquement significative au seuil de 1%

*** Statistiquement significative au seuil de 1‰

L'interaction entre la spécificité et la cohérence stratégique (INT) permet de mieux capter l'influence du facteur représentatif de l'horizon temporel dans les modèles 2 et 4. Il faut cependant noter que cette interaction pose des problèmes de colinéarité si elle est prise en compte en même temps que ses composantes (d'où son traitement séparé) ; ce qui laisse douter de son autonomie réelle. Est-ce à dire que la relation entre des actifs risqués et la préférence intertemporelle permet de justifier la nécessité d'asseoir une certaine crédibilité sur la détention de valeurs mobilières de placement? Dans tous les cas, l'hypothèse 2bis relativise l'influence de l'interaction entre la spécificité des actifs et la cohérence intertemporelle. Plus que l'hypothèse 2, l'hypothèse 2bis tend à montrer que l'affirmation de la cohérence

stratégique sur le moyen terme ne prend vraiment de sens qu'à l'appui d'actifs soumis à risque. Il y a, dans ce cas, action contre l'opportunisme.

L'effet du taux de concentration sur la détention de valeurs mobilières de placement est significatif (hypothèse 3). Ce résultat confirme les conclusions de Baskin (1987, p.317). L'incitation à détenir des actifs liquides décroît avec le taux de concentration de l'industrie. On peut observer deux cas de figure:

- en situation de forte concurrence, les entreprises doivent utiliser les valeurs mobilières de placement en leurs possessions pour signaler leurs engagements²¹ ;
- en situation de "petit nombre", les entreprises disposent d'autres moyens pour signaler leurs engagements.

L'appartenance à un groupe en tant que filiale a un effet négativement significatif sur la détention de trésorerie (hypothèse 4a). En revanche le statut de tête de groupe a un effet positivement significatif sur la détention de valeurs mobilières de placement (Hypothèse 4bis). Les entreprises-filiales de notre échantillon ont moins de chances de détenir des valeurs mobilières de placement parce qu'elles ne gèrent pas directement leur trésorerie qui est centralisée par la société-tête du groupe. C'est en effet au niveau du groupe que sont prises les grandes décisions financières en matière d'investissement, de croissance et de financement. La gestion efficace des liquidités plaide ainsi pour une centralisation des flux de trésorerie afin de réduire, le cas échéant les coûts financiers. Dès lors, l'allocation des ressources se réalise de manière optimale sur l'ensemble des entités du groupe qui développe parfois en son sein un établissement financier possédant sa propre salle des marchés. Le signal-filiale d'engagement signifie qu'un faible niveau de taux de valeurs mobilières de placement peut correspondre en même temps à un comportement excédentaire caché. Inversement le signal-holding témoigne d'un engagement crédible à la fois par rapport à une position personnelle pour la tête de groupe mais aussi par rapport aux tiers pour ses entités-filiales.

L'impact du pouvoir de contrôle des actionnaires par rapport aux dirigeants sur la détention de trésorerie n'est pas statistiquement significatif (hypothèse 5). La pression qui résulte de la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants ne permet pas de valider l'hypothèse de minimisation du risque d'existence de free cash flow. Autrement dit, son faible niveau ne révèle pas forcément la présence d'un comportement excédentaire. En conséquence, elle ne joue pas le rôle de signal d'engagement auquel on n'aurait pu s'attendre.

L'effet du taux d'endettement sur la détention de valeurs mobilières de placement est négativement significatif (hypothèse 6). Comme Williamson (1988) prédit une structure de gouvernance par dette pour le financement d'actifs non-spécifiques, nous pouvons penser que les valeurs mobilières de placement sont prises comme des actifs spécifiques. Loin d'être des actifs non-spécifiques parfaits, ce sont en réalité des actifs intermédiaires dont l'existence se justifie par leur rôle de garantie vis-à-vis des créanciers. La stratégie d'engagement crédible de l'entreprise est induite par l'existence des actifs risqués. Ce signal permet de créer un climat de confiance qui joue positivement dans la relation d'agence entre dirigeants-actionnaires et créanciers. Si ces derniers croient plus aux projets présentés par les dirigeants-actionnaires alors il n'y a pas de raison que le risque de substitution des actifs n'en soit pas amoindri.

En ce qui concerne les variables de contrôle, la turbulence de l'environnement est négativement significative. Les facteurs exogènes liés à l'environnement économique de la firme ont accru la contrainte de liquidité. La facilité de changement quant à elle, n'est pas statistiquement significative. Un changement important dans la structure d'organisation ne modifie pas le comportement de détention des valeurs mobilières de placement. L'influence directe du taux de marge brute d'exploitation montre à quel point la capacité bénéficiaire de la firme facilite la réalisation d'une stratégie de détention de valeurs mobilières de placement. L'influence sectorielle est particulièrement significative dans les entreprises du SECTEUR 1

²¹ Cette stratégie a pour effet d'établir des barrières à l'entrée (Porter 1998b).

et du SECTEUR 3. Enfin, la probabilité de détenir des valeurs mobilières de placement est moins forte pour les grandes entreprises. Ce résultat traduit bien la prime de risque attachée à la petite taille et le besoin de compenser ce facteur par une offre supplémentaire de garantie. En fin de compte, les entreprises détenant des valeurs mobilières de placement suivent une politique d'engagement crédible liée à leurs actifs, à leurs structures de gouvernance et à leurs structures de concurrence.

VI. Conclusion et discussion

Ce travail de recherche a permis de souligner un trait comportemental en matière de trésorerie pour laquelle des éléments de la stratégie de l'entreprise jouent un rôle primordial. En somme, les résultats supportent globalement l'hypothèse d'engagement crédible selon laquelle des éléments représentatifs de la spécificité des actifs, des relations d'agence, et de la stratégie peuvent affecter la probabilité d'une firme de détenir des valeurs mobilières de placement. Ils exposent l'importance d'une activité de signalisation d'engagement crédible dans la stratégie de détention de valeurs mobilières de placement. Trois types de risques sont à considérer : le risque industriel des actifs relatif aux coûts irrécouvrables, le risque de free cash flow ainsi que le risque d'illiquidité lié à l'endettement du fait des relations d'agence entre dirigeants et actionnaires, et entre dirigeants-actionnaires et créanciers et le risque de perte d'avantage concurrentiel concernant les forces de la concurrence. Les effets des variables financières et qualitatives sur la détention des valeurs mobilières de placement sont significatifs dans la plupart des cas. L'asymétrie d'information entre les parties en présence autant que leurs opportunités peuvent être atténués par la détention de valeurs mobilières de placement. En revanche, les conflits d'agence ne sont pas totalement résolus mais ils suscitent néanmoins une réduction implicite de coûts. Les titres étudiés sont des actifs intermédiaires dont la finalité est de réduire le risque d'exposition des actionnaires et des créanciers. Cependant, le besoin de titres de placement pour faire face aux états d'âmes des principaux clients pose le problème de l'avantage concurrentiel de la trésorerie. Une des limites de cette étude tient à l'échantillon et concerne la taille des entreprises qui sont en grande majorité des PME-PMI. Par conséquent, les entreprises appartenant à un groupe identifiées comme des filiales et des têtes de groupe sont de petites tailles. De plus les relations d'agence à l'intérieur de la firme peuvent être d'une nature différente à celle d'une firme de type managérial d'autant que les propriétaires sont souvent dirigeants. A ces limites, il faut ajouter les biais comptables. En définitive, les valeurs mobilières de placement sont au centre de la réflexion portant sur la relation entre la structure des actifs et la structure financière ; en tant que signal d'engagement "actif" elles réduisent l'opportunité existant entre l'entreprise et ses partenaires commerciaux - clients et fournisseurs ; en tant que signal d'engagement "passif" elles incarnent une sorte de caution à l'égard des apporteurs de capitaux - actionnaires et créanciers.

Références Bibliographiques

- Balakrishnan (S.), Fox (I.), "Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure", *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 3-16, January 1993.
- Baskin (J.), "Corporate liquidity in games of monopoly power", *Review of Economic Review*. May 1987, p. 312-319.
- Berle (A.A.), Means (G. C.), *The modern Corporation and private property*, MacMillan, 1932.
- Caves (R. E.), *Multinational enterprise and economic analysis*, Cambridge Univ. Press, 1982.
- Coase (R.), "The nature of the firm", *Economica*, 4, 1937, 386-405.
- Coeurderoy (R.), "Management stratégique et structure financière des entreprises : la question clef de l'innovation dans la décision d'ouverture en bourse du capital", *Revue Gestion* 2000, Décembre 2004, p. 75-86.
- Coeurderoy (R.), Quelin (B.), "L'économie des coûts de transaction, un bilan des études empiriques sur l'intégration verticale", *Revue d'Economie Politique*, Mars-Avril 1997, 145-181.
- Fama (E.), "Agency problems and the theory", *Journal of Political Economy*, Vol.88, 1980.
- Ferreira, (M.A.), Vilela, (A.), "Why Do Firms hold cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management* 10, 2004, 295-319.
- Jensen (M. C.), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76, n°2, May 1986, p. 323-329.
- Jensen (M.), "Organization theory and methodology", *Accounting Review*, Vol. 50, April 1983, p. 319-339.
- Jensen (M. C.), Meckling (W. H.), "Theory of firm Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, n°3, October, 1976, p. 305-360.
- Keynes (J. M.), *General theory of employment, interest and money*, Harcourt, Brace, 1935.
- Koulayom, (H.), "Trésorerie et politique financières", *Revue Banque*, No 575, Novembre 1996, p. 54-56.
- Koulayom, (H.), "Trésorerie et développement des entreprises", *Revue d'Economie Industrielle*, No 90, 4^{ème} Trimestre, 1999, p. 59-76.
- Mikkelson, (W. H.), Partch (M.), "Do persistent large cash reserves hinder performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 2002, 275-294.
- Miller (M. H.) et Orr (D.), "A model of demand for money by firms", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, 1966, p. 413-435.
- Modigliani, (F.) et Miller (M.H.), "The cost of capital: corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review* 53, 433-443.
- Myers (S.C.) et Majluf, (N.S.), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-221.
- Myers (S. C.), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, July 1984, p. 575-592.
- Opler, (T.), Pinkowitz, (L.), Stulz, (R.), Williamson, (R.), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics* 52, 1999, 3-46.
- Porter (M. E.), *The competitive advantage of Nations*. Free Press, 1998a.
- Porter (M. E.), *Competitive strategy: techniques for analysing industry and competitors*, Free Press, 1998b.
- Rajan (R.), Zingales (L.), "What do we know about capital structure ? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, December 1995, p. 1421-1460.
- Shleiffer (A.), Vishny (R. W.), "Liquidation values and debt capacity a market equilibrium approach", *Journal of Finance*, September 1992, p. 1343-1366.

Saddour (K.), "Pourquoi les entreprises françaises détiennent-elles de la trésorerie ?", La Revue du Financier, n°160, Octobre 2006, p. 75-92.

Stulz (R. M.), "Managerial discretion and optimal financing policies", Journal of Financial Economics. Vol. 26, 1990, p.3-27.

Tirole (J.), Industrial Organization, MIT Press, 1988.

Williamson (O. E.), The economic institutions of capitalism, Free Press, 1985.

Williamson (O.E.), "Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives", Administrative Science Quarterly, November 1991, 36, p.269-296.

Williamson (O.E.), "Corporate Finance and Corporate Governance", Journal of Finance, 43, 1988, p.567-591.

Williamson (O. E.), Markets and hierarchies, The Free Press, 1975.

Annexe : Extrait du questionnaire Sésame

ANTICIP : le plan d'action de votre entreprise est défini à court terme (1 an) et vous préférez vous adapter en fonction des événements.

1 2 3 4 5

Un plan stratégique est défini à long terme (5 à 10 ans) et vous essayer de garder le cap défini.

OBRENCT : Comment qualifieriez-vous l'objectif suivant pour votre entreprise, toutes activités confondues ?

- Augmenter la rentabilité à court terme

peu important ou indifférent assez important important très important

CONCEN : quelle est votre estimation de la part de marché cumulée des 4 plus grosses entreprises sur votre marché principal.

0-10-20-30-40-50-60-70-80-90-100%

PROPR : comment qualifieriez-vous l'objectif d'augmenter la rémunération des actionnaires/propriétaires pour votre entreprise, toutes activités confondues ?

Peu important ou indifférent assez important important très important

TURB : Quel a été au cours des 3 dernières années, l'impact des changements économiques et financiers (taux de change, coûts des matières premières, taux d'intérêt, relations clients/fournisseurs, masse salariale,...) sur votre activité.

Faible Assez Faible Moyen Assez Elevé Elevé

CHAN : au cours des 3 dernières années, l'organisation de votre entreprise a changé (ou s'est adaptée) de manière :

Marginale Assez faible Moyenne Assez forte Forte

Cahiers de Recherche

1999

- ♦ **N°01-99** : Pour une clarification théorique du lien marketing-stratégie
Jean-François TRINQUECOSTE
- ♦ **N°02-99** : A benchmarking analysis of distribution in Venezuela
Angel DIAZ
- ♦ **N°03-99** : Logistics practices in Venezuela : an exploratory study
Angel DIAZ
- ♦ **N°04-99** : Quantifying lean manufacturing in Venezuela automobile assembly plants
Angel DIAZ
- ♦ **N°05-99** : On the practical application of multi-echelon inventory models for repairable items
Angel DIAZ
- ♦ **N°06-99** : Conflit d'agence et performance des relais commerciaux, le cas des relations exportateurs des pays développés importateurs dans un pays en voie de développement
Victor TSAPI
- ♦ **N°07-99** : Du comportement d'achat industriel au marketing des relations d'affaires
Tibor MANDJAK
- ♦ **N°08-99** : CD ROM et groupware : de nouvelles technologies pour un nouvel enseignement du marketing
Pierre MORA, Jean-François TRINQUECOSTE

2000

- ♦ **N°09-00** : Ingénierie de recherche et de mesure des impacts financiers d'investissement logistiques des transports : le cas d'une entreprise de soins et services à domicile
Jocelyn HUSSER
- ♦ **N°10-00** : Optimizing spare parts is not as easy as one two three.
Angel DIAZ
- ♦ **N°11-00** : L'accréditation : une nouvelle forme de production de la qualité dans les services d'urgence hospitalière
Jocelyn HUSSER
- ♦ **N°12-00** : Marque et extension de marque : à propos d'un cas
François DURRIEU, Emmanuelle DELFOUR
- ♦ **N°13-00** : Interactions, performance des relais commerciaux et dysfonctionnement de la filière des biens d'équipements industriels dans les pays en voie de développement
Victor TSAPI
- ♦ **N°14-00** : Performances comparées des entreprises publiques et privées : une étude empirique dans un pays en voie de développement
Jean-Paul TCHANKAM
- ♦ **N°15-00** : La création d'entreprise aux Etats-Unis et en France
Christophe ESTAY
- ♦ **N°16-00** : A Pricing Model for Clearing End of Season Inventory
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Arthur V. HILL
- ♦ **N°17-00** : Methodology of Cognitive Mapping Applied in Group Decision Support
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Mohamed MICHRAFY
- ♦ **N°18-00** : A Review of Pricing Models in the Newsvendor Problem
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Vincent BEURRIER, Arthur V HILL
- ♦ **N°19-00** : La crédibilité des régimes de currency board : les enseignements de l'expérience argentine
Michel DUPUY

2001

- ♦ **N°20-01** : Standardisation or Adaptation in International Marketing Communication: Effects on Awareness Consumer Preference and Perceptions
Carl Arthur SOLBERG
- ♦ **N°21-01** : Logistique hospitalière : un remède aux maux du secteur de la santé
Sylvain LANDRY
- ♦ **N°22-01** : Exporter trust, Commitment and Marketing Control in Integrated and Independent Export Channels
Carl Arthur SOLBERG
- ♦ **N°23-01** : Modes of Exporter Governance of Sales Subsidiaries and Distributors in International Markets, A literature Review and Models
Carl Arthur SOLBERG
- ♦ **N°24-01** : Un modèle global de la satisfaction au travail : différence de perception entre commerciaux et dirigeants
François DURRIEU, Pierre MORA, Christine LAGABRIELLE
- ♦ **N°25-01** : Stockless Hybride : une étude de cas
Sylvain LANDRY, Martin BEAULIEU, Hugo RIVARD-ROYER
- ♦ **N°26-01** : Le système de chariot de cas : recension des écrits
Sylvain LANDRY, Martin BEAULIEU, Josée PARENT
- ♦ **N°27-01** : Le rôle du brevet dans la gestion marketing et commerciale de la jeune entreprise de haute technologie : résultats d'une étude de cas.
Stéphanie DUMEYNIÉUX

- ♦ **N°28-01** : Identity and Organizational Commitment
Christophe ESTAY
- ♦ **N°29-01** : Systèmes de réapprovisionnement des unités de soins : description et implications organisationnelles
Jean-Philippe BLOUIN, Martin BEAULIEU, Sylvain LANDRY
- ♦ **N°30-01** : The importance of relationship value for the stability of cooperative buyer-seller relationships in industrial markets
Thomas WERANI
- ♦ **N°31-01** : Les distributeurs industriels et la marque: une comparaison interculturelle
Victor TSAPI
- ♦ **N°32-01** : Cognitive Mapping Methodology for Understanding of Business Relationship Value
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, François DURRIEU, Tibor MANDJAK
- ♦ **N°33-01** : Market Orientation - Marketing and Economic Approach
József BERACS

2002

- ♦ **N°34-02**: Is there Value in Strategy?
Fran ACKERMAN
- ♦ **N°35-02** : La question de l'évaluation dans un école de management
Martine FOURNIER
- ♦ **N°36-02** : La stratégie d'opération et l'analyse des ressources : constats et pistes de recherche
Martin BEAULIEU
- ♦ **N°37-02** : Corporate Decision-Making in Emerging Markets: The Internationalization of Petroleos de Venezuela
Cesar BAENA
- ♦ **N°38-02**: Business relationships as value drivers?
Agnes WIMMER, Tibor MANDJAK
- ♦ **N°39-02** : Valorisation d'une opération de scission à partir d'un modèle d'options réelles : le cas d'Eridania-Beghin-Say
Pascal BARNETO
- ♦ **N°40-02** : Les dynamiques de la création d'entreprises en France et aux Etats-Unis : une société du salariat face à un environnement entrepreneurial
Christophe ESTAY
- ♦ **N°41-02** : Orientation marché et création de valeur par la petite entreprise dans un contexte de pays en développement
Victor TSAPI, Monique TCHUENTE
- ♦ **N°42-02** : The Internationalization of Born Global Internet Firms
Carl Arthur SOLBERG, Jo Håvard BORSHEIM
- ♦ **N°43-02** : Management Style in Uncertain Times
Ian M. TAPLIN
- ♦ **N°44-02** : Service Failure in online Retailing : a Recovery Opportunity
Betsy B. HOLLOWAY, Sharon E. BEATTY
- ♦ **N°45-02** : l'Intelligence économique stratégique (IES) : une approche pertinente pour le management des risques
Claude DELESSE, Gérard VERNA
- ♦ **N°46-02** : Valeur et marketing international : une tentative de clarification conceptuelle et stratégique.
Georges HENAULT
- ♦ **N°47-02** : Le marché primeur des grands vins de Bordeaux : une analyse comparée de leur évaluation sur les millésimes 1999 – 2000
Philippe BARBE, François DURRIEU
- ♦ **N°48-02** : Cultural Values and their Measurements in Consumer Behavior – Cultural Value Researches in Hungary
Agnes HOFMEISTER TOTH
- ♦ **N°49-02** : Orientation clients perçue par les franchisés et implication organisationnelle. Une approche confirmatoire
François DURRIEU, Claire GAUZENTE, Patrice ROUSSEL

2003

- ♦ **N°50-03** : A Method for Designing Superior-Value-adding Marketing Channels
James A. NARUS
- ♦ **N°51-03** : La gestion des lits d'hôpitaux : portrait de 4 établissements canadiens
Sylvain LANDRY
- ♦ **N°52-03** : La valeur informationnelle du temps : application d'un modèle de duration
Pascal BARNETO
- ♦ **N°53-03** : La gouvernance d'entreprise en 2003 : état des lieux
Eric PICHET
- ♦ **N°54-03** : L'analyse technique est-elle performante ?
Eric PICHET
- ♦ **N°55-03** : Analyse économique et formation
Jean-Pierre LE GOFF
- ♦ **N°56-03** : Information, communication, éthique : deux mondes qui s'affrontent
Gérard VERNA
- ♦ **N°57-03** : Consumer Purchasing Behaviour for Wine : What We Know and where We Are Going
Larry LOCKSHIN
- ♦ **N°58-03** : A Dyad-network Approach on Inter-firm Collaboration and Partnering within a Subsidiary Network
Context: A Case Study in the Automotive Industry
Maria VELUDO
- ♦ **N°59-03** : Network Effects on Business Relationships
Sharon PURCHASE, Maria VELUDO

- ♦ **N°60-03** : La logistique hospitalière au Japon
Sylvain LANDRY, Martin BEAULIEU
- ♦ **N°61-03** : L'attitude par rapport aux soldes : Définition du concept et de ses antécédents, analyse exploratoire et proposition d'un cadre conceptuel
Michael KORCHIA, Christine GONZALEZ
- ♦ **N°62-03** : The Economic and Marketing Consequences of Advertising Costs
Jozsef BERACS
- ♦ **N°63-03** : The Emergence of a Shared Vision in a Group Decision-Making Process : Modelling Based on a Phase Transition Approach
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA
- ♦ **N°64-03** : Examining the Role of Social Capital in the Knowledge Sharing Process through the Business Network
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Marina BURAKOVA-LORGNIER

2004

- ♦ **N°65-04** : How Do Consumer Choose Wine? Factors that Influence the Purchase Decision Making in the Wine Category
Agnes TOTH-HOFMEISTER
- ♦ **N°66-04** : Evaluation de la qualité des grands vins de Bordeaux : Existe-t-il des différences significatives entre dégustateurs?
Philippe BARBE, François DURRIEU
- ♦ **N°67-04** : Le passif de l'Etat-employeur en France : Evaluation au 1^{er} janvier 2004 à la lumière de la retraite 2003
Eric PICHET
- ♦ **N°68-04** : Managing Organisational Commitment : Explaining Labour Turnover in the UK Clothing Industry
Ian TAPLIN, Jonathan WINTERTON
- ♦ **N°69-04** : Les facteurs-clés de succès des entreprises africaines : Le cas des facteurs de la performance des entreprises manufacturières de la République Démocratique du Congo
Kéké Edgard MAKUNZA
- ♦ **N°70-04** : Un monde corrompu : Réflexions sur le présent et l'avenir du monde des affaires et du monde tout court...
Gérard VERNA
- ♦ **N°71-04** : L'analyse typologique : De l'exploratoire au confirmatoire
François DURRIEU, Pierre VALETTE-FLORENCE
- ♦ **N°72-04** : Impact du processus d'influence du parrainage sportif : analyse du processus de transfert affectif dans une approche longitudinale
François DURRIEU, Christian LABORDE
- ♦ **N°73-04** : Organizational Innovation and Change Dissonance: Understanding User Acceptance of CRM Technology
WESLEY J. Johnston
- ♦ **N°74-04** : Stopping rule use during information search in design problems
BROWNE, Glenn J.
- ♦ **N°75-04** : Towards an Integrate value model of Business Relationships
Tibor MANDJAK & Judit SIMMON
- ♦ **N°76-04** : Business Relationship Value Matrices : Enabling the theory Building
Tibor MANDJAK ; Judit SIMMON & Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA
- ♦ **N°77-04** : Comment les P.M.E. dans le secteur viticole abordent-elles les questions stratégiques ?
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA

2005

- ♦ **N°78-05** : Le marketing dans les formations sanitaires camerounaises
Victor TSAPI & Marie-Noël ASSENE
- ♦ **N°79-05** : Bifurcation Points in developing Business Relationships in Supply Chain environment
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA & Estelle LOUVEL
- ♦ **N°80-05** : A Theory of Organizational Communication : Organization as Rhetoric.
John A.A. SILLINCE
- ♦ **N°81-05** : Une grille de lecture du marketing au sein des jeunes entreprises de haute technologie : L'orientation marché.
Stéphanie PETZOLD
- ♦ **N°82-05** : L'évaluation des actifs incorporels dans le référentiel IFRS
Pascal BARNETO
- ♦ **N°83-05** : The shopping experience and the impact of expertise : An exploratory approach
François DURRIEU
- ♦ **N°84-05** : Jeunes entreprises de haute technologie : La question de l'accompagnement marketing
Stéphanie PETZOLD
- ♦ **N°85-05** : Pourquoi les marchés financiers sont-ils inefficients ? Rationalité individuelle versus rationalité collective
Philippe BARBE
- ♦ **N°86-05** : La démarche qualité et la gestion des connaissances: enchaînement ou inter complémentarité?
Tatiana BOUZDINE CHAMEEVA et Alexandra Mer
- ♦ **N°87-05** : ANCOM- 2: a support tool for collective decisions based on causal mapping
Tatiana BOUZDINE CHAMEEVA
- ♦ **N°88-05** : Ni gauchos, ni Régents : Quand les abeilles meurent, les articles sont comptés
Alexandre DELANOË
- ♦ **N°89-05** : Entreprises et développement durable du territoire.
Laurence EBERHARD-HARRIBEY, François DURRIEU et Jacques Olivier PESME
- ♦ **N°90-05** : Inter-Firm Collaboration and Partnering within a Multinational and Network Theory Approach.
Maria VELUDO

- ♦ **N°91-05** : Alberta Heritage Fund : Blessing Becoming Curse ?
Allan A. WARRACK

2006

- ♦ **N°92-06** : Attitudes toward seasonal sales : An exploratory analysis.
Michaël KORCHIA
- ♦ **N°93-06** : Développer l'exportation des PMI : Une étude des pratiques des entreprises sous-traitantes françaises.
Valérie BARBAT
- ♦ **N°94-06** : Semiological theory of management tools applied to Target Costing in New Product Development: empirical inquiry in the French manufacturing industry
Aziza LAGUECIR & Philippe LORINO
- ♦ **N°95-06** : Les entreprises de survie et le développement de certains pays africains : Le cas de la République Démocratique du Congo.
Allan A. WARRACK
- ♦ **N°96-06** : Packaging Design as Resource for the Construction of brand Identity
Ulrich ORTH
- ♦ **N°97-06** : La relation Etat-PME à travers l'aide publique : d'une logique hiérarchique à une perspective relationnelle
Christophe ESTAY
- ♦ **N°98-06** : Théorie normative des parties prenantes et cohésion sociale
François LEPINEUX
- ♦ **N°99-06** : La responsabilité sociale des entreprises et le modèle socio-économique émergent
François LEPINEUX
- ♦ **N°100-06** : Insurance , Climate Change and the Global Common Good : Emerging responsibility Strategies in leading Companies
François LEPINEUX
- ♦ **N°101-06** : Prix conseillés : une nouvelle source de risque dans la distribution.
Isabelle TRICOT-CHAMARD
- ♦ **N°102-06** : Une lecture entrepreneuriale de l'internationalisation des PMI sous-traitantes
Valérie BARBAT & Martine HLADY RISPAL
- ♦ **N°103-06** : How large firms create industry norms and legitimacy the Growth of North Carolina Wine Industry
Ian M. TAPPLIN & R. Saylor BRECKENRIDGE
- ♦ **N°104-06** : The effects of brand associations on brand equity, subjective knowledge and brand interest
Michaël KORCHIA
- ♦ **N°105-06** : Les signes de marquage dans l'univers du vin : incidence sur l'attitude et l'intention d'achat
Michaël KORCHIA & Jérôme LACŒUILHE
- ♦ **N°106-06** : Business Relationship Management and Sociology – Part I: How Economic Sociology does cope with Business Relationship?
Tibor MANDJÁK ; Zoltán SZÁNTÓ
- ♦ **N°107-06** : Business Relationship Management and Sociology ; Part II : Thoughts about the social embeddedness of business relationships
Tibor MANDJÁK ; Zoltán SZÁNTÓ ; Annamária ORBÁN
- ♦ **N°108-06** : Business Relationship Management and Sociology - Part III : Theoretical Model of Business Relationship Management.
Tibor MANDJÁK
- ♦ **N°109-07** : Business Relationship Management and Sociology - Part IV: Interfacing the Market : Business Focused, Network Based Reengineering of a Hierarchy. The Case of the Hungarian Broadcasting Company
Zoltán SZÁNTÓ ; Balázs VEDRES
- ♦ **N°110-06** : Business Relationship Management: The Case of Hungarian Hospitals
Tibor MANDJÁK ; Judit SIMON ; Zsuzsanna SZALKAI
- ♦ **N°111-06** : Stopping rules in Information Search in online Wine Purchasing decisions
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA ; Glenn J. BROWNE ; François DURRIEU

2007

- ♦ **N°112-07** : Le vignoble aquitain : entre atomocité et concentration
Marie-Claude BELIS-BERGOUIGNAN, Nathalie CORADE, Frédéric COURET, Jacques Olivier PESME
- ♦ **N°113-07** : Décisions boursières : de la rationalité optimisatrice à la rationalité limitée
Philippe BARBE
- ♦ **N°114-07** : Why do the Swiss rent?
Steven C. BOURASSA ; Martin HOESLI
- ♦ **N°115-07** : Diversification, risque et performance financière
Frantz MAURER
- ♦ **N°116-07** : La trésorerie des entreprises françaises : tentative d'explication par la démarche d'engagement crédible
Régis COEURDEROY & Henri KOULAYOM