



HAL
open science

**TRESORERIE ET PERFORMANCES FINANCIERES:
UNE ETUDE EMPIRIQUE SUR UN ECHANTILLON
DE LA CENTRALE DE BILANS DE LA BANQUE DE
FRANCE (1988-1992) / CASH, MARKETABLE
SECURITIES AND CORPORATE PERFORMANCE:
AN EMPIRICAL ANALYSIS FROM THE BALANCE
SHEET DATA OFFICE OF BANQUE DE FRANCE
(1988-1992)**

Henri Koulayom

► **To cite this version:**

Henri Koulayom. TRESORERIE ET PERFORMANCES FINANCIERES: UNE ETUDE EMPIRIQUE SUR UN ECHANTILLON DE LA CENTRALE DE BILANS DE LA BANQUE DE FRANCE (1988-1992) / CASH, MARKETABLE SECURITIES AND CORPORATE PERFORMANCE: AN EMPIRICAL ANALYSIS FROM THE BALANCE SHEET DATA OFFICE OF BANQUE DE FRANCE (1988-1992). Modèles d'organisation et modèles comptables, May 1995, France. pp.cd-rom. hal-00818565

HAL Id: hal-00818565

<https://hal.science/hal-00818565v1>

Submitted on 22 Sep 2014

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.

TRESORERIE ET PERFORMANCES FINANCIERES :

UNE ETUDE EMPIRIQUE SUR UN ECHANTILLON DE LA CENTRALE DE BILANS DE LA BANQUE DE FRANCE (1988-1992)

CASH, MARKETABLE SECURITIES AND CORPORATE PERFORMANCE

AN EMPIRICAL ANALYSIS FROM THE BALANCE SHEET DATA OFFICE OF BANQUE DE FRANCE (1988-1992)

Henri KOULAYOM

Mots-clés : Trésorerie "actif", performances financières, théorie de la structure financière, gestion du fonds de roulement.

Keywords : Cash and marketable securities, corporate performance, theory of capital structure, working capital management.

Résumé : La théorie et la pratique financières ont négligé le rôle de la trésorerie en tant que caractéristique des performances financières. Cette étude teste cette hypothèse en examinant les différences de performances financières entre deux groupes d'entreprises qui suivent des stratégies de détention de valeurs mobilières de placement distinctes. Un échantillon de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France permet de montrer que les firmes qui détiennent des valeurs mobilières de placement sont généralement plus performantes que leurs homologues.

Abstract : There is an important gap in the theory and the practice of modern finance on the role of cash and marketable securities as a financial performance characteristic. This paper tests this hypothesis by examining differences in financial performances between two groups of firms following different strategies of marketable securities holding. Sample data from the balance sheet data office de la Banque de France are used to provide evidence that the firms which hold marketable securities show better performance than the others.

TRESORERIE ET PERFORMANCES FINANCIERES :

UNE ETUDE EMPIRIQUE SUR DONNEES DE LA CENTRALE DE BILANS DE LA BANQUE DE FRANCE (1988-1992)

Henri KOULAYOM^a

L'objet de la présente étude est de mettre en évidence l'importance du phénomène de détention de trésorerie "actif" (trésorerie par la suite) au sein des entreprises industrielles et de montrer dans quelle mesure celles-ci peuvent se différencier entre elles au travers de leurs performances financières. Il ne s'agit ni d'identifier les différentes causes qui ont poussé telle ou telle entreprise à se constituer de la trésorerie, ni de scruter les indicateurs méthodologiques qui traduisent le mieux l'ampleur du problème. A fortiori, notre approche consiste à décrire la stratégie de détention de trésorerie des entreprises compte tenu de leurs performances financières. Les résultats empiriques obtenus avec les données de la Centrale de Bilans de la Banque de France montrent que les entreprises détenant des valeurs mobilières de placement sont plus enclines à opter pour une stratégie de détention de trésorerie massive que leurs homologues ; dans ce cas, la trésorerie perd peu à peu son rôle d'ajustement. En regard de l'environnement économique, le comportement en matière de trésorerie est lié aux stratégies financières développées par les entreprises et ce, indépendamment de leurs métiers et dans une moindre mesure de leur taille. En définitive, la détention de trésorerie est affaire de "bonnes entreprises".

I. Quelques considérations théoriques et pratiques

Dans un contexte de développement du rôle de la fonction de trésorerie dans les entreprises industrielles françaises, le maintien d'une trésorerie importante est de nature à remettre en cause l'appréciation classique des besoins de financement de l'entreprise. Nous discutons d'abord la pertinence du lien stratégie-performances financières dans le sillage de la théorie de la structure financière. Ensuite nous présentons les limites de l'équation du fonds de roulement en reposant sur des

^a L'auteur remercie toutes les personnes qui ont contribué à ce travail de recherche. Il reste toutefois responsable des erreurs qui demeuraient dans ce papier. Les conclusions faites ici n'engagent que son auteur.

références désormais classiques. Enfin, nous proposons une typologie du comportement des entreprises en matière de trésorerie.

I.1. Eléments de réflexion pour une théorie du lien trésorerie-performances financières

Sans chercher à définir les motifs de détention de trésorerie, Brealey, Myers et Laroche¹ montrent dans leur ouvrage qu'il est difficile d'évaluer les services que rend la grande liquidité de l'encaisse. De ce fait, la détention de trésorerie² malgré le coût de la dette ne peut être justifiée que par l'existence d'un rendement implicite. Il en ressort qu'en l'absence d'une théorie explicite de la liquidité, nous nous raccrochons ici à la problématique perpétuelle de l'influence de la structure financière sur la valeur de l'entreprise lancée par Modigliani-Miller en 1958. Sous l'hypothèse des marchés parfaits, ces deux auteurs soulignaient à leur époque la neutralité du choix de financement, entre dettes et fonds propres, sur le coût de capital. L'introduction d'une contrainte de liquidité dans le modèle de base en présence d'information asymétrique conduit à poser le problème de détention de trésorerie en terme de performances financières³. D'après la recette du "pecking order hypothesis"⁴, il existe une relation entre la rentabilité et le niveau d'endettement. Les entreprises qui génèrent des profits, remboursent par priorité leurs dettes et placent leurs excédents ; en cas de pertes, elles vendent d'abord leurs titres de placement et diminuent leurs encaisses. En d'autres termes, la détention de trésorerie en volume important est le fait d'entreprises performantes. La contrainte des coûts des différents financements pousse ainsi les entreprises à préférer l'autofinancement aux dettes d'une part, les dettes aux fonds propres d'autre part⁵. Au bout du compte, dire que la trésorerie est la contrepartie de la dette équivaut à soutenir ici qu'une entreprise préfère placer sa trésorerie plutôt que de réduire le niveau de son risque d'insolvabilité et ce, quelle que soit l'origine des fonds (autofinancement, dettes ou fonds propres). En tant qu'actif conditionnel, la valeur de la trésorerie n'est pas

¹Pour ces auteurs le problème fondamental n'est pas de s'interroger sur le montant optimal de trésorerie à détenir mais bien sur la façon dont l'entreprise répartit son investissement total entre des actifs relativement liquides et des actifs relativement peu liquides.

Cf. : R. Brealey, S. Myers et P. Laroche, *Principes de gestion financière*, MacGraw-Hill, 1990, p. 1394.

² Il s'agit de trésorerie excédentaire défini ici comme un stock non justifié par le besoin d'adéquation des recettes aux dépenses et dont la valeur actuelle nette n'est pas toujours nulle.

³ Cette analyse ignore la possibilité offerte à certaines entreprises d'avoir recours à des lignes de crédits confirmées non utilisées.

⁴Cf. - S. C. Myers, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, Juillet 1984, p. 575-592.

⁵Cf. - S. C. Myers (S.) and N. S. Majluf, "Corporate financing and investments decision when firms have information that do not have", *Journal of Financial Economics*, Juin 1984, p.187-221.

indépendante de celle de l'entreprise lorsque le modèle de Myers⁶ s'applique. Pour ce dernier, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de revenus futurs à laquelle on ajoute la valeur nette présente des opportunités de croissance. La trésorerie joue donc un rôle d'accentuation des performances d'une entreprise.

1.2. Nouvelle proposition pour palier les insuffisances de la relation fondamentale de trésorerie : l'endettement financier net

La relation fondamentale de trésorerie⁷ a suscité des débats de fond très controversés sur l'évolution de l'analyse financière dans les années 80. Elle a opposé les tenants de l'analyse classique soucieux d'une bonne mesure du risque d'insolvabilité et les défenseurs d'une perception moderne de la finance tourmentés par l'évolution de la richesse des actionnaires. Sa signification aussi bien que son utilité ont été au centre des contradictions. Plus généralement trois ensembles de critiques ont été avancés à l'encontre du modèle⁸ mais n'ont pas donné lieu à sa disparition faute de substituts parfaits. Premièrement, la relation fondamentale de trésorerie est inapte à saisir convenablement le risque d'insolvabilité : une entreprise peut être solvable malgré l'absence d'un fonds de roulement positif et réciproquement. Deuxièmement, la formule rejette le principe de l'unité de caisse et de non affectation des ressources aux emplois s'opposant ainsi à l'hypothèse d'indépendance entre le choix de financement et la décision d'investissement. Troisièmement, la trésorerie y est présentée comme une variable d'ajustement entre la liquidité des actifs et l'exigibilité des passifs : en cas d'insuffisance du fonds de roulement, il doit être possible à l'entreprise de boucler son cycle de financement par le recours à des concours bancaires courants. Pour Levasseur⁹, les possibilités d'anticipations sur les taux d'intérêt pour la gestion de l'endettement et, le rôle et l'importance de la trésorerie dans une stratégie financière en tant que réducteur de risque et facteur de flexibilité sont ainsi négligés. Cette littérature ancienne a finalement conduit à conclure à une utilité du fonds de roulement en terme de complémentarité par rapport aux autres modèles financiers. Le

⁶Cf. : S. C. Myers, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Novembre, 1977, p. 147-175.

⁷H. Meunier, F. de Barolet et P. Boulmer, "La trésorerie des entreprises, Plans de trésorerie, Plans de Financement", 2 tomes, *Dunod*, 1970.

⁸Cf. : - A. Chevalier et G. Richoux, "Le fonds de roulement : un concept dépassé ?", *La Revue Banque*, N°445, Décembre, 1984, p.1235-1243.

- P. Vernimmen, "Le concept de fonds de roulement est-il dépassé ?", *Banque*, n°360, Avril, 1977, p.293-298.

- J.-G. Mérigot, "La controverse sur le fonds de roulement : une nouvelle querelle des anciens et des modernes", *Banque*, n°411, Novembre, 1981, p.1253-1260.

- C. Guyon et J. Usinier, "La notion de besoin en fonds de roulement est-elle périmée?", *Revue du Financier*, Mai-juin, 1981.

⁹M. Levasseur, *Le comportement des entreprises industrielles en matière de trésorerie*, Thèse de Doctorat D'Etat, Université de Paris IX Dauphine, 1976, p.16.

problème ne se présente plus de la même manière aujourd'hui. Au cours de ces dix dernières années, le système de financement a beaucoup évolué. Tout se passe comme si l'économie avait franchi un cap décisif qui l'a littéralement poussé d'un système de financement bancaire à un système de financement nourri par les marchés financiers. On a ainsi assisté à une évolution structurelle du paysage financier français. Ce constat s'est traduit au niveau des entreprises à la fois par un recul et une modification de la structure de l'endettement¹⁰ et, par l'émergence de difficultés dans les relations entre les entreprises et le monde financier. L'endettement financier global¹¹ a diminué alors que le poids de l'endettement financier à moyen et long terme a augmenté. Bien que moindre, l'endettement financier à court terme est de plus en plus marqué par une propriété de quasi-permanence telle que l'avait décrite Guillou¹². De plus, les facteurs taille et secteur jouent de moins en moins dans l'accès aux financements et, dans les capacités d'accumulation et de placement de la trésorerie. Au vu de ces remarques la détention excessive de trésorerie observée sur certaines entreprises va au delà d'un simple motif d'ajustement. Dès lors, la trésorerie devient un élément de la stratégie financière qui donne à l'entreprise une arme de défense contre les aléas et un argument d'attaque pour saisir des opportunités ; l'endettement caractérisant le risque d'insolvabilité est biaisé. Par ailleurs, les entreprises cherchent à neutraliser leurs frais financiers par des produits de même nature¹³. La détermination de l'endettement financier net permet d'observer que ces entreprises ont globalement un endettement réel plus faible. D'un point de vue du diagnostic financier, il y a équilibre financier dès lors que l'endettement financier net est suffisant pour financer l'actif économique non couvert par les fonds propres¹⁴ ; de fait la trilogie fonds de roulement-besoin en fonds de roulement-trésorerie est inopérante. En fin de compte la relation entre trésorerie et performances financières

¹⁰Après une hausse de l'endettement dans les années 70 encouragée par l'inflation, l'évolution des entreprises dans les années 80 a été marquée par la manifestation de taux d'intérêts réels positifs et des charges financières plus lourdes.

cf. : Ph. d'Arvisenet et ali., "L'amélioration des résultats d'entreprises : origines, conséquences et limites", *La Revue Banque*, n°482, Avril, 1988, p.381-392.

¹¹Dans la méthodologie de la Centrale de Bilans de la Banque de France, l'endettement financier rassemble dans un même ensemble les dettes financières, les concours bancaires courants ainsi que les différents éléments retraités (immobilisations financées par crédit-bail, effets escomptés non échus).

¹²Cf. : - J. Guillou, "La banque à l'ère de l'endettement permanent", *La Revue Banque*, n°402, Janvier, 1981, p.56-58.

- J. Cohen et R. Hannoset, "Mesure de l'endettement : application pratique", *Analyse Financière*, 2ème Trimestre, 1983.

¹³Cf. : M. Bardos et D. Lefilliatre, "Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés", *Bulletin de la Banque de France*, 1er Trimestre, Supplément Etudes, 1994, p.81-95.

¹⁴Cf. : P. Vermimmen, "Une nouvelle approche du diagnostic financier de l'entreprise", *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, 1976, p.12.

est liée aux conditions d'application de ce concept et nous nous focaliserons essentiellement sur cet aspect ; le choix d'une typologie également en dépend.

I.3. Recherche d'une typologie de comportement d'entreprises en matière de trésorerie

L'appréhension du phénomène de détention de trésorerie peut être envisagée sous différents angles stratégiques et organisationnels. A priori, nous construisons ici une typologie d'entreprises en fonction d'une codification binaire : détenir des valeurs mobilières de placement (groupe 1) contre ne pas détenir des valeurs mobilières de placement (groupe 1). Il s'agit de classer les entreprises en fonction de leur comportement de placement¹⁶. Le rapprochement de cette typologie avec les modalités de la croissance (croissance ou décroissance) permet de relativiser la nature des performances accomplies eu égard à la conjoncture économique¹⁷. L'entreprise est définie ici comme une organisation dont le but est de créer de la richesse dans le respect des contraintes financières de survie (liquidité, solvabilité, autonomie financière et rentabilité).

II. Méthodologie de la recherche

Nous présentons d'abord l'hypothèse testable avant de définir les variables comptables du modèle. Tous les travaux statistiques sont réalisés sous SAS.

II.1. L'hypothèse à tester

L'objet de cette étude est de montrer l'existence d'une relation entre la détention significative de trésorerie et les performances financières ; la détention de trésorerie est significative dès lors qu'une entreprise possède des valeurs mobilières de placement (VMP). Toute différence de performances établie entre les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement et les autres provoque le rejet de l'hypothèse nulle. Son rejet va à l'encontre des principes fondamentaux de l'analyse financière traditionnelle qui traite la trésorerie comme une variable d'ajustement.

¹⁶Cf. : M. Fried et O.Gaudry, "La politique de placements financiers des entreprises industrielles", Communication à la 12^{ème} Journée des Centrales de Bilans, Crédit National, Novembre, 1987.

¹⁷Ceci entraîne la typologie des modes de croissance suivante :

- groupe 1 : forte croissance et non détention de VMP ;
- groupe 2 : forte croissance et détention de VMP ;
- groupe 3 : faible croissance et détention de VMP ;
- groupe 4 : faible croissance et non détention de VMP.

H0 (hypothèse nulle) : les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement n'ont pas de performances financières différentes des entreprises qui n'en détiennent pas.

II.2. Les mesures utilisées

La notion de trésorerie retenue tout au long de ce travail comprend les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les billets de trésorerie souscrits. D'après le PCG 82, les disponibilités sont des valeurs qui sont immédiatement convertibles en espèces pour leurs montants nominaux ou remboursables dès leurs souscriptions à tout moment. De même, les comptes à terme sont assimilés à des disponibilités, lorsqu'il est possible d'en disposer par anticipation, au même titre que les dépôts dans les banques et les espèces en caisse. Le PCG 1982 définit enfin les valeurs mobilières de placement comme des titres acquis en vue de réaliser un gain à brève échéance en vertu de l'intention qui a présidé lors de la souscription. Cette notion de la trésorerie peut s'opposer aux normes de l'IASC (IAS 7) et du FASB (SFAS 95) qui définissent en effet la trésorerie comme étant tous les actifs à liquidité immédiate ; ce qui permet d'exclure les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les comptes courants débiteurs soumis à restriction¹⁸. Le taux de trésorerie est évalué ici par rapport à l'actif total (R1), il traduit un ratio de structure des actifs. La mesure de la croissance (ou décroissance) est estimée par la différence entre le taux de variation de la valeur ajoutée (en coût historique) et le taux de croissance du produit intérieur brut marchand (en valeur) ; une entreprise est dite en croissance lorsque l'écart entre ces deux taux est positif¹⁹. Il va s'en dire que la croissance est liée aux variations des besoins de liquidités (investissement, croissance du BFR,...) générés par l'activité d'une entreprise. Les ratios caractéristiques des performances financières que nous avons retenus pour cette étude concernent les principaux volets de la politique financière²⁰.

¹⁸ Trois conditions permettent d'estimer que la liquidité ne subit aucune restriction :

- l'existence d'un marché permettant d'assurer la liquidité immédiate des actifs ;
- l'absence de convention de blocage ;
- l'absence de risque de perte en capital lié à la variation des taux d'intérêt.

¹⁹ Nous n'avons pas les informations nécessaires pour prendre en compte l'inflation. En effet, l'absence d'information sur le comportement des entreprises en matière d'arbitrage prix-volume nous oblige à utiliser une méthode qui se sert du taux de croissance du PIB marchand : 8% (en 1988), 7.8 % (en 1989), 5.7% (en 1990), 3.4 % (en 1991) et 3.1% (en 1992) (Source : Rapport sur les comptes de la nation 92).

²⁰ L'hypothèse H0 est testée par l'utilisation de l'analyse de variance (test F) pour l'étude de la rentabilité, des frais financiers, des dettes, de l'autofinancement, du besoin en fonds de roulement et de l'intensité capitalistique. L'hypothèse sous-jacente à ce test est la normalité. Or les distributions de ratios n'évoluent pas toujours conformément à la loi normale (test de Kolmogorov-Smirnov au seuil de 5%). Nous appliquons le test non paramétrique de Kruskal-Wallis pour l'étude du taux d'investissement et de la croissance de la valeur ajoutée.

II.3. La construction du fichier

La présente étude porte sur un échantillon d'entreprises industrielles issu de la base de données harmonisées de la Centrale de Bilans de la Banque de France sur la période 1988-1992. Nous retenons exclusivement les entreprises caractérisées par un comportement financier relativement homogène. La démarche descriptive adoptée conduit à utiliser un fichier non cylindré. La répartition des entreprises en secteurs se réalise sur la base de l'ancienne nomenclature²¹ à un niveau de regroupement U15. La représentativité de l'industrie dans la base est globalement satisfaisante puisque le taux de couverture est de 64,1% en 1990 (soit 85% pour les entreprises de plus de 500 salariés). Des travaux de nettoyage sont aussi entrepris dans le fichier initial²².

III. Les résultats empiriques

Il convient de vérifier que les entreprises qui placent une partie de leur trésorerie sont également celles qui ont les taux de trésorerie les plus élevés. Une fois ce résultat acquis, on pourra ensuite tester l'hypothèse nulle au travers de quelques déterminants des performances financières des entreprises que nous tirons de la méthodologie d'analyse financière de la Banque de France.

III.1. Les entreprises industrielles se caractérisent par l'importance de leur stratégie de détention de trésorerie

Le classement des entreprises en fonction de la typologie de placement montre que la proportion des entreprises qui placent leurs liquidités sous forme de valeurs mobilières de placement est plus ou moins stable pendant la période d'étude, passant ainsi de 32% en 1988 à 35% en 1992 (tableau 1). Ces entreprises possèdent près de 68% de la masse globale de la trésorerie en 1992 contre 58% en 1988. Un classement sommaire des entreprises en fonction de leurs tranches de taux de trésorerie débouche sur les mêmes enseignements que la typologie précédente en mettant en exergue une accentuation du phénomène de concentration observé ci-dessus. En effet, 25% des entreprises caractérisées par un taux de trésorerie supérieur à 8.3%, possèdent en 1988, 78% de l'assiette globale de la trésorerie²³. En outre, le ralentissement de l'activité économique est compatible avec un accroissement de la détention de valeurs mobilières de placement.

²¹ Il s'agit de la nomenclature d'activité et de produits (NAP), approuvée par le décret n°73-1036 du 9 novembre 1973. La norme européenne a conduit à l'élaboration de la nomenclature française d'activités et de produits, qui est en vigueur depuis le 1 janvier 1993.

²² Le passage du fichier initial au fichier final génère 1% à 2% d'entreprises en moins chaque année.

²³ En 1988, 7% des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement font parti du groupe des entreprises qui disposent des taux de trésorerie les plus faibles c'est-à-dire inférieurs à 2.6%.

Tableau 1 : Dénombrement des entreprises par type de comportement de détention de valeurs mobilières de placement (VMP)

Année	1988	1989	1990	1991	1992
Groupe 1 (VMP=0)	7521	8023	8458	8663	8534
Groupe 2 (VMP > 0)	3505	3843	4171	4483	4685
Ensemble-	11026	11866	12629	13146	13219

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

Tableau 2 : Evolution de la trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total (R1)

Statistiques	Moy.	Q1	Méd.	Q3	Ec.
1988	6.07	0.61	2.67	8.20	8.13
dont* Ent. sans VMP	3.71	0.34	1.62	4.78	5.76
Ent. avec VMP > 0	11.14	2.63	8.20	16.85	10.31
1989	6.12	0.57	2.59	8.31	8.32
dont* Ent. sans VMP	3.57	0.30	1.47	4.48	5.41
Ent. avec VMP > 0	11.46	2.82	8.44	17.13	10.52
1990	6.26	0.49	2.63	8.60	8.50
dont* Ent. sans VMP	3.48	0.23	1.37	4.36	5.38
Ent. avec VMP > 0	11.91	3.15	8.95	17.89	10.60
1991	6.36	0.45	2.50	8.83	8.71
dont* Ent. sans VMP	3.30	0.20	1.18	4.01	5.27
Ent. avec VMP > 0	12.26	3.45	9.49	18.22	10.78
1992	6.49	0.41	2.44	8.92	9.04
dont* Ent. sans VMP	3.21	0.18	1.05	3.64	5.51
Ent. avec VMP > 0	12.48	3.29	9.70	18.57	10.95

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

L'analyse de la distribution du ratio de trésorerie donne une vision bariolée de l'évolution de la trésorerie dans les entreprises industrielles françaises (tableau 2). Le taux de trésorerie des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement a augmenté alors que celui de leurs homologues ont parallèlement baissé. Pour ces premières, le taux de trésorerie représente plus du triple de celui des autres firmes ; son niveau est passé laborieusement de 11.14% en 1988 à 12.48% en 1992²⁴ avec un

²⁴Ce taux était de 7.12% en 1984 et de 8.53 en 1985.

accroissement très important de la part des valeurs mobilières de placement²⁵. Cette tendance corrobore la solidité de notre typologie. Le mouvement de hausse est plus atténué sur les quartiles mais avec des dispersions plus grandes (dispersion inter-quartile et écart type). Des divergences apparaissent également selon la modalité de croissance. A comportement de détention de valeurs mobilières de placement donné (tableau 3), les entreprises en croissance ont des taux de trésorerie largement supérieurs aux autres firmes. La croissance prédit en effet des besoins de liquidités importants. Elle porte ici l'empreinte d'un accroissement de la trésorerie excédentaire qui va au delà de la simple satisfaction des besoins de liquidités pour l'adéquation des recettes aux dépenses. En tout état de cause, il n'existe pas de relation somme toute évidente entre le taux de croissance de l'activité et le comportement en matière de trésorerie²⁶.

Tableau 3 : Evolution du taux de trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total (R1) en fonction de la modalité de croissance

Année	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
FC0: forte crois. et VMP	3.86	3.65	3.66	3.49	3.46
FC1: forte crois. et VMP	11.56	11.69	12.45	12.53	12.85
FC2: faible crois. et VMP	3.54	3.47	3.24	3.13	3
FC3: faible crois. et VMP	10.67	11.14	11.14	11.96	12.19
Ensemble-	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% (entre les groupes FC0 et FC2, entre les groupes FC1 et FC3 et entre tous les groupes).

Le comportement en matière de trésorerie est moins lié aux besoins spécifiques de liquidités nécessités par chaque secteur d'activité qu'à la stratégie financière développée par chaque entreprise dans un contexte économique favorable (déréglementation bancaire, évolution de la courbe de la structure des taux, organisation de la fonction de trésorerie...). L'analyse en fonction de la politique de placement et de l'activité n'apporte aucune révélation supplémentaire par rapport aux

²⁵ Cette part est passée de 49% en 1988 à 58% en 1992.

²⁶ Tableau de l'évolution du taux de Variation de la valeur ajoutée (Var. Va N / Va. CDB N-1)

Année (%)	1988*	1989*	1990 (ns)	1991 (ns)	1992 (ns)
Groupe 1 (VMP=0)	10.32	10.64	9.14	4.50	2.11
Groupe 2 (VMP > 0)	10.74	11.67	9.37	4.29	2.28

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les deux groupes excepté si on utilise la typologie en fonction de la modalité de croissance

tendances observées précédemment sachant que les évolutions des effectifs des différentes strates sont quasi-identiques. Quelle que soit l'année, les taux les plus élevés sont réalisés dans les industries des biens d'équipement professionnels. La différence de taux de trésorerie semble être dépendante du secteur d'activité à mesure que l'on se situe à un niveau de plus en plus fin de la nomenclature d'activité et de produits. Mais l'examen des secteurs au niveau U15 ne nous permet pas de conclure définitivement à l'existence d'un effet sectoriel.

Tableau 4 : Trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total par secteur (en 1988) (R1)

Année	1988*	1989 (ns)	1990*	1991*	1992*
U02 Ind. Agricoles et Alimentat.	6	5.74	6.04	5.96	6.02
U04 Ind. des Biens Intermédiaire	5.52	5.89	6.08	6.30	6.39
U06 Ind. des Biens de Conso. C.	6.23	6.10	6.17	6.22	6.49
U05A Ind. des Biens d'Eq. Prof.	6.67	6.83	6.92	7.03	7.09
U05B Ind. des Biens d'Eq. Mén.	5.34	5.69	5.73	5.38	5.82
U05C Construction de Véhi. Aut.	6.43	5.93	5.71	5.39	5.44
Ensemble-	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les secteurs

(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les secteurs

Tableau 5 : Trésorerie des entreprises industrielles par rapport à l'actif total par rapport à la taille (R1)

Année	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
PME-PMI	6.13	6.18	6.32	6.43	6.57
Grande Ent.	4.21	4.03	4.14	3.67	3.70
Ensemble-	6.07	6.12	6.26	6.36	6.49

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les secteurs

(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les secteurs

Même si elle semble plus vraisemblable, la présomption de l'existence d'un effet taille est aussi difficile à déceler. "Les premiers seront les derniers", comme cela a été indiqué dans la première partie de cette étude, la différence de comportement de financement et de placement entre grandes entreprises et petites entreprises²⁷ tend à se réduire et

²⁷Les grandes entreprises ont des effectifs supérieurs à 1000 salariés et inversement pour les petites entreprises.

même à s'inverser à l'avantage des dernières. D'après le tableau 5, le taux de trésorerie des petites entreprises augmente de 6.13% à 6.57% alors que celles des grandes entreprises diminuent de 4.21% à 3.70%. Le contexte économique et social et, les nouvelles règles du jeu dans les relations entre les entreprises et le système financier poussent ainsi les petites structures à s'imprégner d'une philosophie financière plus agressive. Les quelques privilèges restant l'apanage des grandes entreprises tels le recours à des opérations de couverture et l'accès direct aux marchés financiers peuvent précisément expliquer la forte dispersion de leurs niveaux de trésorerie, très faibles pour certaines, considérables pour d'autres. La taille des entreprises mesurée tant par le chiffre d'affaires que par le nombre de salariés conduit aux mêmes conclusions car les placements concernent toutes les catégories de firmes.

Au bout du compte, les différences de trésorerie sont davantage liées à un ensemble de combinaisons de critères tels que l'organisation de la fonction de trésorerie, les relations banques-entreprises et l'accès aux marchés financiers qu'uniquement à la taille ou au secteur.

III.2. Parmi elles, celles qui font des placements se différencient des autres par de meilleures performances financières

Après une légère pointe en 1989, l'efficacité des entreprises industrielles dans la mise en oeuvre de leurs capitaux engagés (R5) ainsi que la rentabilité du capital d'exploitation (R12²⁷) se sont peu à peu détériorées suite à la période de récession que connaît l'économie toute entière. Compte tenu d'un mouvement exigu et parallèle, la rentabilité brute globale est largement plus élevée dans les entreprises qui font du placement (tableau 6). Le poids des intérêts (R6) augmente depuis 1988 à un rythme plus ou moins rapide en fonction du comportement des entreprises en matière de placement (tableau 7). Ceci est compatible avec le rôle de la trésorerie comme facteur de dynamisme dont la finalité est de réduire le risque d'illiquidité. Ce risque mesuré par la fonction score de la Banque de France montre aussi que les entreprises détenant des valeurs mobilières de placement sont nettement moins risquées car elles sont plus souvent classées parmi les entreprises à score favorable.

²⁷Excédent brut d'exploitation CDB / capital d'exploitation moyen

Tableau 6 : Evolution du taux de rentabilité brute globale (R5 = EBG / Capital engagé)

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	17.62	17.70	17.34	15.64	13.97
Groupe 2 (VMP > 0)	20.53	21.10	21.09	19.51	17.20

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

Tableau 7 : Evolution du poids des Intérêts (R6 = Intérêts / EBG)

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	47.42	48.11	50.68	57.42	64.13
Groupe 2 (VMP > 0)	31.39	30.01	30.27	33.66	40.36

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

Tableau 8 : Evolution du taux d'endettement (R7 = Endettement / Financement propre)

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	89.60	94.93	88.44	86.84	82.31
Groupe 2 (VMP > 0)	50.10	53.28	49.10	49.08	47.99

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

Tableau 9 : Evolution du taux d'Autofinancement (R8 = Autofinancement / Emplois nets)

Année (%)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	34.29	36.12	35.11	28.47	19.17
Groupe 2 (VMP > 0)	57.32	62.95	64.92	64.54	58.12

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

Tableau 10 : Evolution du poids des BFR (R9 = BFR exploi. / Volume d'affaires)

Année (J)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	73.37	72.30	72.35	74.21	75.30
Groupe 2 (VMP > 0)	64.84	62.36	62.13	62.66	64.21

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

**Tableau 11 : Evolution du taux d'investissement productif
(R10 = Investissement productif / VA CDB)**

Année (%)	1988 (ns)	1989 (ns)	1990 (ns)	1991*	1992 (ns)
Groupe 1 (VMP=0)	14.40	15.13	15.77	14.78	13.38
Groupe 2 (VMP > 0)	13.92	14.75	14.88	13.89	12.95

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

(ns) Différence non significative au seuil de 5% entre les deux groupes

**Tableau 12 : Evolution du taux d'Equipement par salarié
(R11 = Equipement productif / Effectif)**

Année (KF)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*
Groupe 1 (VMP=0)	189.47	203.15	219.78	240.72	245.52
Groupe 2 (VMP > 0)	214.46	226.49	238.52	259.46	276.97

Source : Centrale de Bilans de la Banque de France (Mise à jour Décembre 1994)

* Différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes

Après une période de désendettement amorcée au début des années 80, le taux d'endettement (R7) des entreprises industrielles remonte en 1989 avant de baisser à nouveau à partir de 1990 (tableau 8). Pendant ce temps, la part des crédits bancaires courants a énormément baissé par rapport aux emprunts bancaires. Dans tous les cas, le taux d'endettement des entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement est toujours inférieur à celui des autres. Le taux d'autofinancement (R8) est aussi un élément déterminant de la différenciation des entreprises suivant leur comportement de placement (tableau 9). Grosso modo, son niveau élevé chez les entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement a ainsi autorisé à la fois une modération de la fluctuation de leurs dettes financières et une hausse de leurs taux de trésorerie. Il constitue pour ces entreprises une ressource financière extrêmement importante de sorte que la hiérarchie des financements de Myers soit d'autant plus vraie. Ce qui pourrait nous laisser croire que la détention de trésorerie est une sorte de désendettement implicite. Les entreprises qui bénéficient de poids des besoins en fonds de roulement sur le volume d'affaires (R9) les moins importants sont en effet les mêmes qui détiennent des valeurs mobilières de placement (tableau 10). Ce n'est donc pas un hasard s'il apparaît que ces entreprises sont disposées à détenir de la trésorerie pour un motif autre que celui d'ajuster le cycle de financement. Le postulat de non arbitrage entre trésorerie et investissement est vérifié. Les entreprises des deux groupes peuvent effectivement avoir des caractéristiques financières différentes mais elles ont en réalité des taux

d'investissement (R12) comparables (tableau 11). L'intensité capitalistique (R13) quant à elle, plaide en faveur d'une différence de taux favorable aux entreprises qui détiennent des valeurs mobilières de placement. Comme celles-ci sont plus performantes, elles doivent tout naturellement présenter des équipements productifs plus modernes et une productivité du travail plus efficiente. Au total, l'hypothèse H0 est rejetée.

IV. Conclusion et implications de la recherche

Cette étude a permis de préciser au travers de deux typologies non exclusives, la notion de détention de trésorerie significative, de montrer la manière dont les performances financières peuvent conduire à un comportement typique de détention de trésorerie.

IV.1. De la notion de détention de trésorerie significative

Plus les taux de trésorerie sont élevés, plus les entreprises ressentent un besoin de gérer plus efficacement leurs liquidités en recomposant leurs portefeuilles d'actifs de trésorerie en faveur des titres de placement. Ce penchant qui touche les entreprises de manière indépendante, est favorisé par les aléas de l'environnement (risque industriel élevé...), par la souplesse des instruments de trésorerie (risque faible, bonne liquidité, rentabilité intéressante, multiplicité des produits...), par la modernisation de la fonction de trésorerie (centre de profit, disparition de la frontière entre le court terme et le long terme, trésorier de 3ème génération...) et par l'avènement des technologies informatique et télématique (Bureautique en temps réel, globalisation des marchés financiers...). La détention de stock de trésorerie importante n'est ni le fait de certaines tailles d'entreprises ni un exploit imputable à certains secteurs de l'industrie. Il va sans dire que malgré une influence de la conjoncture économique sur le niveau de taux de trésorerie, les statistiques montrent que les entreprises industrielles françaises ont atteint des niveaux de trésorerie structurellement élevés bien avant 1988.

IV.2. La détention de trésorerie est une stratégie de bonnes entreprises

Au terme de cette étude exploratoire centrée sur le phénomène de détention de trésorerie, il apparaît que les entreprises industrielles performantes se distinguent des autres entreprises par des performances financières plus intéressantes même si leurs politiques d'investissements sont similaires aux autres sociétés. La dégradation de la situation économique a en effet touché différemment les entreprises. Il est très difficile d'entériner le sens de la causalité de la liaison entre les performances financières et la trésorerie. Tout au plus on dira que ce sont les performances

financières qui conduisent une entreprise à détenir un niveau de trésorerie élevé. Par ailleurs, la détention de trésorerie est une stratégie de bonnes entreprises qui se traduit pour des entreprises performantes par un souci de minimiser leurs risques financiers et d'être moins vulnérables face aux aléas de la conjoncture. Ce résultat s'oppose résolument à la relation fondamentale de trésorerie qui est vérifiée lorsqu'une proportion très importante de la trésorerie est dépendante du niveau du besoin en fonds de roulement et (ou) de la variation du besoin en fonds de roulement²⁹.

IV.3. Les limites de cette étude

La nature et les différentes conceptions de la trésorerie n'ont pas été discutées dans ce papier. Partant de là, on peut dire que les relations financières intra-groupe, en particulier la tendance à la centralisation de la trésorerie peut perturber le diagnostic financier de chaque entité du groupe. En premier lieu, une bonne appréciation de ces biais consisterait à estimer une trésorerie qui intègre le cas échéant des immobilisations financières voire le solde du poste groupe et associés dans "autres créances". En second lieu, le fait de ne pas utiliser de données consolidées, ni de prendre en compte les liens financiers amoindrit la solidité de nos résultats.

Bibliographie

- [1] Brealey (R.), Myers (S.) et Laroche (P.), Principes de gestion financière, MacGraw-Hill, 1990. Traduction de : Brealey (R.), Myers (S.), Principles of corporate finance, MacGraw Hill, 1981.
- [2] Centrale de Bilans, Méthodologie d'analyse financière, S.A.M, Collection Entreprises-Banque de France, 1990.
- [3] Centrale de Bilans, Méthodes statistiques, Notes méthodologiques, N°4, Banque de France, Direction Générale des Etudes, Centrale de Bilans.
- [4] Levasseur (M.), Le comportement des entreprises industrielles en matière de trésorerie, Thèse de Doctorat D'Etat, Université de Paris IX Dauphine, 1976.
- [5] Cohen (E.), Analyse financière, Economica, 1990.
- [6] Wannacott (T. H.) et Wannacott (R. J.), Statistique : économie - gestion - sciences - médecine, Economica, 4ème Edition, 1990.

²⁹Autrement dit, lorsque l'entreprise ne se constitue pas de la trésorerie pour ajuster les effets de sa politique financière, elle l'utilise pour en altérer le processus ; la trésorerie excédentaire est dans ce cas une variable fixée de manière stratégique