



HAL
open science

**TRÉSORERIE ET EVOLUTION DU
DÉVELOPPEMENT DES ENTREPRISES Cahier de
recherche n° 9803**

Henri Koulayom

► **To cite this version:**

Henri Koulayom. TRÉSORERIE ET EVOLUTION DU DÉVELOPPEMENT DES ENTREPRISES
Cahier de recherche n° 9803. 1998. hal-01133354

HAL Id: hal-01133354

<https://auf.hal.science/hal-01133354>

Preprint submitted on 19 Mar 2015

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

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

Février 1998

TRÉSORERIE ET EVOLUTION DU DÉVELOPPEMENT DES ENTREPRISES

Cahier de recherche n° 9803

Henri KOULAYOM^a

^a Ce travail de recherche a été réalisé sous la direction du Professeur Elie Cohen,. L'auteur remercie la Banque de France pour son soutien financier. Les jugements et opinions exprimés ici n'engagent que son auteur et ne reflètent pas nécessairement la position de ses organismes d'appartenance.

Résumé :

Ce papier de recherche analyse la relation entre le type de détention de trésorerie et le profil de développement des entreprises industrielles adhérentes à la Centrale de Bilans de la Banque de France. Il montre sur la période 1990-1994 que les firmes détenant une trésorerie de type excédentaire réalisent un équilibre financier plus sain. Celles-ci ont de meilleurs rendements conjugués à une structure productive nettement plus efficace.

Mots clés : Trésorerie - Développement - Structure productive - Financement - Effet de levier - Dividende.

INTRODUCTION

La théorie et la pratique financières ont négligé le rôle de la trésorerie en tant que caractéristique des performances financières. Or, l'évolution économique actuelle caractérisée par la mondialisation des marchés financiers et, des marchés des biens et services interpelle tout chercheur sur l'influence de la trésorerie excédentaires¹ des entreprises sur leur politique de développement²; le développement étant devenu une condition importante de leur survie. Dans cette esprit, la trésorerie est considérée comme un véritable élément de la stratégie financière de la firme puisqu'elle permet d'élaborer une politique globale de développement. L'objet de cet papier de recherche est d'analyser la politique de développement de trois types d'entreprises qui se distinguent par leur comportement de détention en matière de trésorerie : excédentaire, résiduel et intermédiaire. Pour ce faire, on procède à une analyse descriptive en utilisant les données de 9169 entreprises industrielles adhérentes à la Centrale de Bilans de la Banque de France sur la période 1990-1994.

I. MÉTHODOLOGIE ET DONNÉES

La méthodologie de recherche permet de décrire l'échantillon utilisé, de présenter les différentes variables de l'étude et de mettre en oeuvre une typologie de comportement en matière de trésorerie nécessaire pour étudier ensuite par comparaison des profils de développement.

1. Echantillon

Les données employées dans cette étude sont extraites de la base de données harmonisées d'entreprises de la Centrale de Bilans de la Banque de France (CDB). Le choix d'appliquer le cylindrage des données disponibles sur la période 1990-1994 conduit à retenir 9169 entreprises. Parmi les entreprises présentes sur toute la période, on ne retient que celles qui n'ont pas subi de modifications de structure importantes par suite de fusions ou d'opérations assimilées. Les entreprises qui ont un chiffre d'affaires inférieur à sept millions de francs et un effectif total inférieur à dix salariés sont éliminées de l'échantillon. Seules les sociétés commerciales soumises à l'impôt sur les sociétés dont la durée d'exercice est de 12 mois sont sélectionnées dans cet

¹Il s'agit du volume de trésorerie en sus de ce qui est nécessaire pour satisfaire le motif d'adéquation des recettes aux dépenses.

²On définit le développement comme l'ensemble des moyens à mettre en oeuvre pour améliorer la situation d'une firme au niveau productif et financier.

échantillon. Des travaux de nettoyage sont entrepris dans le fichier initial³ : le chiffre d'affaires et la valeur ajoutée sont toujours positifs (élimination de valeurs aberrantes), tous les dénominateurs sont supérieurs à zéro et les ratios sont ramenés à des bornes bien définies (dernier centile, premier centile). Un bornage spécifique est pratiqué pour certains ratios dont la variable comptable au dénominateur (financement propre, excédent brut d'exploitation ou capital engagé) est négative.

2. Mesure des variables

Pour étudier le lien entre trésorerie et développement, on doit définir des indicateurs représentant le comportement en matière de trésorerie. L'analyse descriptive des principaux traits de ce comportement s'appuie sur la stratégie de développement stylisée par la politique d'investissement, la politique commerciale, l'importance de l'effet de levier et la gestion de la structure productive⁴.

Les mesures de la stratégie de détention de trésorerie

Plusieurs types de ratios de trésorerie sont retenus. Il s'agit du poids des disponibilités sur le capital engagé (TA1), du poids des valeurs mobilières de placement sur le capital engagé (TA2) et du poids de la trésorerie totale sur le capital engagé (TA31). A titre de comparaison, ces différentes variantes de la trésorerie ont été rapportées à la valeur ajoutée (TC1, TC2, TC31). Mais, étant donné que ces ratios véhiculent quasiment la même information (voir tableau 1), le choix a été porté sur les premiers ratios qui se prêtent mieux à une analyse typologique de profils d'entreprises. En outre, la définition de ces ratios peut paraître redondante. Elle s'explique cependant par le fait qu'en dépit de ce que l'on peut croire, la trésorerie est constituée d'éléments hétérogènes. *L'abondance des liquidités, fait l'objet d'un examen d'autant plus attentif que seule une faible part de ces liquidités est généralement détenue sous forme de disponibilités ou de valeurs mobilières de placement* (Cohen 1994, p.42). En effet, les disponibilités et les valeurs mobilières de placement correspondent à deux logiques de comportement différentes (Cœurderoy et Koulayom 1996). En somme, ceci conduit à penser que le comportement en matière de trésorerie ne jouit que d'une autonomie relative ; la mise en œuvre d'actifs spécifiques de production dans un environnement risqué secrète un besoin de constitution de garanties sous forme de trésorerie de manière à diminuer le risque.

Tableau 1 : Matrice de corrélation des taux de trésorerie (données 1990-1994)

| | TA1 | TA2 | TA31 | TC1 | TC2 | TC31 | TV3 | F17 |
|--|-----|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|
|--|-----|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|

³Le passage du fichier initial au fichier final génère 1 à 2% d'entreprises en moins chaque année.

⁴Tous les ratios sont autant que possible issus de la logique propre à la méthodologie d'analyse financière de la Banque de France (1988).

Pour le détail des ratios, voir annexe 1.

| | | | | | | | | |
|------|---|------|------|------|------|------|------|------|
| TA1 | 1 | 0.25 | 0.86 | 0.94 | 0.25 | 0.80 | 0.32 | 0.04 |
| TA2 | | 1 | 0.59 | 0.26 | 0.99 | 0.59 | 0.20 | 0.08 |
| TA31 | | | 1 | 0.81 | 0.58 | 0.94 | 0.37 | 0.07 |
| TC1 | | | | 1 | 0.27 | 0.86 | 0.32 | 0.03 |
| TC2 | | | | | 1 | 0.60 | 0.20 | 0.08 |
| TC31 | | | | | | 1 | 0.36 | 0.06 |
| TV3 | | | | | | | 1 | 0.01 |
| F17 | | | | | | | | 1 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

Toutes les corrélations sont statistiquement significatives au seuil de 1% (sauf pour TV3 et F17 significatives au seuil de 5%).

Pour la mesure du flux de trésorerie généré par les firmes, deux ratios sont calculés : le poids de la capacité d'autofinancement sur la variation du capital d'exploitation (F17) et le taux de variation des liquidités sur la valeur ajoutée (TV3). Le premier ratio représentant le taux d'excédent net de trésorerie, n'est qu'une approximation générale de la mesure du flux de trésorerie disponible après le financement de tous les investissements à valeur actuelle nette positive⁵. Ce ratio est de plus en plus utilisé par les entreprises dans le cadre de leurs rapports d'activité car c'est une façon pour elles de faire apparaître leurs aptitudes à générer de la trésorerie et ce, même en l'absence de recours à des fonds externes. Mais l'impossibilité de connaître toutes les opportunités d'investissement disponibles de chaque firme limite sa portée. Il exprime toutefois une probabilité relative de détention de "free cash flow" lorsque son niveau est très élevé. Le deuxième ratio, souvent utilisé en comptabilité nationale, permet d'estimer le volume de trésorerie conservé en caisse par rapport à la masse de richesses créée.

Les mesures de la stratégie de développement

Le développement permet d'initier une politique de croissance conjuguant à la fois la croissance externe et la croissance interne. La maîtrise de cette croissance passe par la mise en oeuvre d'une bonne politique commerciale tout en tenant compte de la contrainte financière et de l'articulation de la structure productive. L'investissement et la croissance ne sont pas deux phénomènes indissociables. Pour se développer, il faut investir ; le développement quantitatif est souvent associé à la notion de croissance, laquelle représente l'accroissement des capacités et des dimensions de la firme en termes de stocks ou de flux. Dès lors, les entreprises en croissance sont celles qui connaissent une expansion rapide⁶. Ceci permet entre autres choses de mieux saisir au sein d'une firme, les contraintes externes de l'environnement économique et social, les facteurs d'incitation internes relatifs à la position des dirigeants et des autres participants et, les modifications structurelles qui peuvent surgir. La croissance s'accompagne généralement d'une capitalisation de l'expérience qui stimule à la fois le développement de l'entreprise et l'exploitation de ses capacités excédentaires de production. Il faut la relativiser par rapport à la taille puisque, au delà d'une certaine dimension, toute politique intensive de croissance est difficilement envisageable.

⁵Le terme de "free cash flow" défini par Jensen (1988) est un concept abstrait.

⁶Ainsi, l'entreprise est encouragée à acquérir une grande taille pour avoir un pouvoir sur son environnement, pour mieux agencer le cycle de vie de ses produits, pour accroître son pouvoir sur le marché et asseoir sa légitimité sociale vis-à-vis des pouvoirs publics.

De même, en dehors de toute spécificité propre à une entreprise, il faut tenir compte de l'influence sectorielle car certains secteurs ont des taux de croissance plus élevés que les autres. En raison de la préférence des dirigeants pour la croissance, les coûts d'agence sont plus importants pour les entreprises évoluant dans les secteurs en croissance. Mais ceci ne signifie pas forcément que celles-ci sont plus enclines que les autres à engager des liquidités dans un processus de gaspillage⁷. En tout état de cause, la firme en croissance a besoin de plus de liquidités, ne serait-ce que pour assurer en permanence le paiement de ses transactions en augmentation. Dans le sens contraire, la disponibilité des ressources de trésorerie devient, dans certains cas, une condition importante à la mise en œuvre d'une politique de croissance. On considère une mesure de la croissance portant l'empreinte du dynamisme de la firme et trois mesures de l'investissement recouvrant les deux dimensions de l'investissement, c'est-à-dire le flux et le stock. Il s'agit respectivement du taux de croissance de la valeur ajoutée (TVA) et du taux d'investissement productif (R12). En tant qu'acquisition de moyens de production, l'investissement physique est la manifestation de la croissance dans tous ses aspects ; il est relatif à la structure et au volume global des actifs existants. La vie de l'entreprise tourne également autour d'opérations d'échanges et de transformations d'actifs financiers en actifs physiques. Dans cet esprit, l'investissement financier, permet d'analyser le volet externe de la politique de croissance et, dans une moindre mesure, l'implication possible des firmes dans une structure de groupe. La croissance externe est ainsi décrite par le poids des participations et des titres immobilisés sur le capital engagé (F27) et par l'acquisition des participations et des titres immobilisés sur la valeur ajoutée (F6).

En terme de stratégie défensive, la trésorerie est un signal d'engagement crédible envoyé à l'attention des partenaires de la firme (Porter 1980)⁸. La théorie de l'économie des coûts de transaction (Williamson 1985, 1991), quant à elle, enseigne dans quelle mesure l'entreprise aurait avantage à internaliser certaines de ses activités, notamment dans le cadre d'une intégration verticale. Plus globalement, chaque entreprise doit choisir la structure de gouvernance (entre le marché et la hiérarchie) qui optimise ses échanges économiques. Parmi les trois attributs des transactions opérants⁹, la spécificité est celle qui permet de mettre plus en évidence les options de croissance et, dans une moindre mesure, la structure de financement. En règle générale, les investissements dans des frais non récupérables comme les frais de recherche et développement, les dépenses de formation, les brevets et les frais d'actions commerciales constituent une mesure de la spécificité des actifs¹⁰. On les rapporte au chiffre d'affaires (F2). Le poids de l'ensemble

⁷Ceci ne signifie pas non plus que le risque d'existence de "free cash-flow" est plus important puisqu'en l'occurrence, il s'agit ici de liquidités déboursées. D'ailleurs, comme le montre Myers (1977), ces coûts devraient être moindres pour les firmes qui émettent des dettes convertibles. Il faut donc garder à l'esprit que l'endettement à court terme (et la dette convertible) est positivement lié à la croissance lorsqu'il se substitue à l'endettement à long terme.

voir aussi : Myers et Majluf (1984), Myers (1984).

⁸En particulier, la prise en compte des liquidités dans l'analyse stratégique d'une firme conduit notamment à apprécier sur le plan financier ses forces et ses faiblesses d'une manière assez fine et ce, au travers de thèmes génériques tels que la menace d'entrée de nouveaux concurrents, la menace d'arrivée de produits de substitution, le pouvoir de négociation des fournisseurs, la position de force des clients et l'intensité de la concurrence. Cette approche est à exclure puisqu'on ne détient pas de données qualitatives.

⁹La spécificité des actifs, l'incertitude et la fréquence des échanges.

¹⁰Pour une analyse de la littérature sur la théorie des coûts de transaction, voir : Courderoy et Quelin (1994).

des actifs immobilisés dans le capital engagé (F26) permet de mesurer la nature des capitaux investis. La fréquence, quant à elle, peut être décrite par le rythme de l'activité (R9, F22), le ratio de délais de rotation des clients (F3) ou le ratio de délais de rotation des stocks (F4).

La dimension du risque est cernée essentiellement à travers l'information financière descriptive. De plus, les ratios financiers renseignent sur la remise en cause ou non de la survie de l'entreprise dans le cadre de ses activités globales. Le ratio du coût moyen apparent de la dette (F13) est une composante importante de la santé de la firme. Le mécanisme de l'effet de levier (F14) conduit ainsi à apprécier l'influence du levier financier (R7) sur sa rentabilité financière (F12). Ceci pose le problème de l'équilibre financier à moyen et long terme. On analyse le ratio de rentabilité financière comme étant la décomposition entre une rentabilité économique (F15) et l'effet de levier (prix du risque encouru) ; la première composante pouvant être complétée par une mesure de la capacité bénéficiaire c'est-à-dire le taux de marge brute globale (F9).

L'estimation de la stratégie de financement est réalisée au travers du taux d'accumulation (F19), de la capacité d'endettement (F20), de la variation de l'endettement (TV4), de la variation des fonds propres (TV5), du taux d'autofinancement (F23) et du financement courant des besoins en fonds de roulement (F5). L'équilibre du financement est apprécié au travers du ratio de couverture des capitaux investis (F25). La théorie de l'économie des coûts de transaction soutient que le degré de spécificité des actifs d'une entreprise détermine ses arbitrages entre les différents modes de financement (Williamson 1988).

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. Ce résultat est repris pour développer l'idée selon laquelle les actifs de trésorerie doivent conduire à l'émergence de structures financières adaptées. Enfin, le poids du dividende dans les fonds propres (F21) permet d'apprécier le rendement de la firme.

3. Typologie d'entreprises

Pour fixer le seuil de détention significative de valeurs mobilières de placement, on ne peut pas se contenter uniquement de fixer la barre à zéro comme Koulayom (1996a, 1996b) dans la mesure où on utilise ici des données cylindrées. Ce cylindrage a permis d'écarter un nombre non négligeable d'entreprises, en particulier celles dont les risques d'illiquidité sont les plus élevés. De cette manière, les entreprises de l'échantillon ont une aptitude et une aspiration plus grande à la stabilité et, par conséquent, ont une vision à plus long terme de leurs politiques de développement.

Partant de là quelques traitements statistiques conduisent à retenir, comme Cœurderoy et Koulayom (1996a, 1996b), le seuil de détention à dix mille francs ; seuil à partir duquel la détention de valeurs est dite "significative". En effet, les entreprises qui placent plus de dix mille francs en valeurs mobilières de placement ont beaucoup plus de chances que les autres de détenir une trésorerie excédentaire. Leur proportion est de près de 35% par

rapport à l'ensemble des entreprises et leur taux de détention de trésorerie est passé de 16.84% à 19.75% entre 1990 et 1994 (voir tableau 2). Cette tendance se confirme lorsqu'on prend le taux d'excédent net de trésorerie ; le taux de détention de trésorerie passe de 95.86% à 105.03% entre 1990 et 1994 (voir tableau 3). On définit de cette manière les entreprises qui se situent au delà du troisième quartile comme ayant une forte probabilité de générer une trésorerie excédentaire. Ce seuil est de 156%.

Trois groupes distincts se dégagent de la combinaison de ces deux facteurs :

- les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement inférieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie inférieur à 156% (résiduelles) ;
- les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie inférieur à 156% et les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement inférieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie supérieur à 156% (intermédiaires) ;
- les entreprises à montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et à taux d'excédent net de trésorerie supérieur à 156% (excédentaires).

Une entreprise classée parmi les firmes d'un groupe donné en 1994 est supposée appartenir à ce groupe au cours de toute la période d'étude. Le choix de l'année 1994 permet d'étudier le processus qui conduit une firme à un comportement typique observé en fin de période.

Tableau 2 : Evolution du taux de trésorerie suivant l'importance des valeurs mobilières de placement

| Année (%)* | Nombre | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Groupe VMP<10KF | 6003 | 6.59 | 6.04 | 5.54 | 5.25 | 5.0 |
| Groupe VMP>10KF | 3166 | 16.84 | 17.09 | 17.44 | 18.59 | 19.75 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 3 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie suivant l'importance des valeurs mobilières de placement

| Année (%)* | Nombre | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Groupe VMP<10KF | 6003 | 83.69 | 74.68 | 73.10 | 46.73 | 66.95 |
| Groupe VMP>10KF | 3166 | 95.86 | 87.09 | 83.68 | 93.28 | 105.03 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 4 : Typologie de comportement en matière de trésorerie en 1994

| Ensemble | VMP<10KF | VMP>10KF |
|--|--------------------------------|-----------------------------------|
| Taux d'excédent net de trésorerie < 156% | Groupe 1 : Résiduelles 4586 | Groupe 2 : Intermédiaires 2090 |

| | | |
|---|---------------------------|--------------------------|
| Taux d'excédent net de trésorerie > | Groupe 2 : Intermédiaires | Groupe 3 : Excédentaires |
| 156% | 1417 | 1076 |

Tableau 5 : Evolution du taux de trésorerie

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 6.57 | 6.1 | 5.46 | 5.17 | 4.7 |
| Intermédiaires | 12.55 | 12.46 | 12.54 | 13.11 | 13.76 |
| Excédentaires | 17.43 | 17.35 | 18.1 | 19.22 | 21.14 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 6 : Evolution du taux d'excédent net de trésorerie

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Résiduelles | 75.36 | 67.43 | 71.54 | 40.49 | -81.85 |
| Intermédiaires | 95.12 | 82.46 | 79.5 | 70.41 | 141.47 |
| Excédentaires | 117.76 | 116.78 | 122.61 | 133.14 | 570.01 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Le tableau 4 décrit la décomposition de l'échantillon entre les différents profils d'entreprises en matière de trésorerie et met en évidence une proportion des excédentaires qui se rapproche de 12%. A noter qu'une forte incertitude quant à la probabilité de bon classement, plane sur près de 40% de la population classée dans le groupe des intermédiaires. La typologie constituée fait apparaître dans les tableaux 5 et 6, une nette différenciation des taux de trésorerie et des taux d'excédent net de trésorerie entre les différents groupes au fil des années. Ceci signifie bien qu'une firme s'improvise rarement dans le rôle d'excédentaire d'un seul coup. Cet état de fait peut être perçu comme la résultante d'un processus d'accumulation de trésorerie qui a pris naissance dans le passé. L'écart de taux d'excédent net de trésorerie est devenu très important en 1994 soit l'année où l'entreprise peut être classée sans ambiguïté dans le groupe des excédentaires conformément aux deux critères fixés a priori. La moyenne de ce taux a brutalement augmenté de 133% à 570% pour les excédentaires; il s'agit de la période d'apparition de la trésorerie excédentaire imputable à un surplus de cash-flow. Ce phénomène est à rapprocher avec l'évolution du taux d'investissement.

II. PROFILS DE COMPORTEMENT EN MATIÈRE DE TRÉSORERIE ET DÉVELOPPEMENT

Le lien entre trésorerie et développement est appréhendé ici au travers d'une analyse descriptive. Celle-ci conduit à exposer trois dimensions : politique de financement, efficacité de la structure productive et, analyse de l'effet de levier et politique de dividende. Afin de suivre sur toute la période le chemin

parcouru par chaque entreprise, il est utile de classer les entreprises dans les mêmes groupes durant toute la période. Par exemple, une firme qui est dans le groupe des excédentaires en 1994, est systématiquement classée dans le groupe des excédentaires les autres années. Une telle situation se justifie ici par le fait que les entreprises qui semblent avoir un comportement homogène à un moment donné ont suivi par le passé une trajectoire similaire. Tous les traitements statistiques sont réalisés sous le logiciel SAS.

1. Dimension du financement

L'évolution générale du financement des entreprises relève de phénomènes multidimensionnels. Dans l'ensemble, les entreprises de type résiduel ou intermédiaire sont beaucoup plus endettées que les entreprises de type excédentaire dans un environnement caractérisé par un certain désendettement (tableau 7). Ce schéma confirme que l'excès de trésorerie converge en général avec un faible endettement. Logiquement, si on considère que la trésorerie est un actif non spécifique au sens de Williamson (1988), on devrait avoir une structure de gouvernance fondée sur un niveau d'endettement plus élevé.

Ceci n'est pas vraiment le cas puisque ce sont plutôt les fonds propres qui apparaissent à la hausse et, dans tous les cas, plus élevés pour les excédentaires¹¹. Excepté pour les flux, les stocks des différentes sources de financement n'évoluent pas conformément à la théorie des coûts de transaction : la variation des fonds propres externes est plus importante pour les entreprises qui détiennent moins de trésorerie (tableau 10). En revanche, ce sont celles qui ont une trésorerie substantielle qui diminuent le plus leurs flux d'endettement (tableau 9). Ces deux faits ne sont pas pour l'instant suffisants pour renverser le sens de la relation ressortant au travers de l'encours des différents financements. Cette tendance à l'assainissement de la situation financière se retrouve également au niveau de l'évolution de la capacité d'endettement des différents groupes (tableau 8). Les excédentaires semblent disposer d'une capacité d'endettement de plus en plus importante car elles capitalisent au fur et à mesure leur trésorerie.

En tenant compte du fait que la trésorerie représente un bon collatéral, notamment parce qu'en cas de liquidation, les créanciers peuvent récupérer rapidement leurs mises de fonds, la firme qui en détient beaucoup devrait avoir une capacité d'endettement supplémentaire plus ou moins implicite (Schleiffer et Vishny 1992).

Tableau 7 : Evolution du taux d'endettement

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 79.37 | 75.67 | 70.45 | 64.93 | 60.07 |
| Intermédiaires | 58.92 | 54.0 | 48.63 | 43.67 | 37.81 |
| Excédentaires | 41.91 | 38.58 | 34.45 | 30.03 | 24.72 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

¹¹A noter que le taux d'endettement plus faible pour les excédentaires s'explique par un poids des fonds propres plus élevé, un poids de la dette plus faible et un recours à la dette bancaire proportionnellement moins élevé.

Tableau 8 : Evolution de la capacité d'endettement

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Résiduelles | 53.40 | 51.21 | 47.83 | 39.40 | 46.04 |
| Intermédiaires | 83.14 | 80.36 | 75.84 | 71.67 | 81.73 |
| Excédentaires | 113.41 | 107.54 | 110.38 | 113.15 | 136.64 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 9 : Evolution du taux de variation de l'endettement

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Résiduelles | -1.66 | -6.20 | -8.53 | -16.83 | -12.95 |
| Intermédiaires | -4.86 | -10.70 | -13.20 | -22.49 | -22.83 |
| Excédentaires | -4.43 | -10.69 | -12.17 | -23.05 | -32.28 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre les résiduelles et les intermédiaires sur toute la période.

- Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les excédentaires en 1994, 1993 et 1991 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1994

- Différence de moyenne non significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les excédentaires en 1992 et 1990 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1993, 1992, 1991 et 1990.

Tableau 10 : Evolution du taux de variation des fonds propres externes

| Année * | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Résiduelles | 2.06 | 1.75 | 1.78 | 1.77 | 1.93 |
| Intermédiaires | 1.57 | 1.24 | 1.12 | 1.18 | 1.21 |
| Excédentaires | 1.05 | 0.73 | 0.85 | 0.72 | 0.58 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1994 et, entre eux deux à deux en 1994.

- Différence de moyenne non significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur la période 1990-1993 et entre eux deux à deux sur la période 1990-1993.

On peut se demander dans ce cas pourquoi les excédentaires, qui ont naturellement les capacités de remboursement les plus intéressantes sont aussi celles qui ont une marge de manœuvre en termes de financement externe plus importante. Dans ce contexte, il en découle que ce n'est pas une mauvaise santé financière qui conduit la firme à se constituer plus de garanties informelles mais la bonne santé qui l'incite davantage à se doter de garde fous et d'atouts pour mieux conforter ses relations avec les créanciers et les actionnaires.

Certes, une firme peut disposer de liquidités en excès, mais si celles-ci ne sont pas investies dans des projets à valeur actuelle positive, cela peut avoir un impact négatif sur ses performances comme en témoigne l'étude de Strong et Meyer (1990). La trésorerie intervient *ex-ante* en redonnant confiance aux différents partenaires de la firme ; elle joue donc un rôle d'accentuation des performances d'une entreprise d'une manière négative ou positive. Pour ce qui est du troisième type de financement à la disposition des firmes, les tableaux 11 et 12 montrent clairement qu'un comportement excédentaire en matière de trésorerie est le fait d'une création de richesses au sein de la firme¹². En effet, la croissance des fonds internes au cours des années et le poids des fonds internes dans les emplois effectués chaque année sont considérables pour les firmes situées du côté des excédentaires. Ceci ne va pas à

¹²D'après Huberman (1984), la trésorerie est un élément de l'autofinancement de sorte que seule la présence de trésorerie permet de saisir les opportunités d'investissement rentables.

l'encontre des nombreuses études qui montrent que les fonds propres internes représentent les premières sources de financement des investissements (Donaldson 1961). Dès lors qu'une entreprise possède un montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et une capacité d'autofinancement importante par rapport à l'investissement économique, cela joue sur le niveau de ses besoins en fonds de roulement (tableau 6.13) ; du moins, elles ont une marge de manœuvre importante pour autofinancer leurs investissements avec des liquidités immédiates. En tout état de cause, la part des crédits bancaires courants dans le financement des besoins en fonds de roulement est très faible pour ces excédentaires (tableau 6.14). Celles-ci ont une trésorerie nette positive qui leur permet de couvrir en permanence leurs financements stables avec leurs capitaux investis et d'assurer, par conséquent, leur équilibre financier à moyen et long terme (tableau 15).

Le problème du financement de la trésorerie se trouve posé. Par ailleurs, les excédentaires sont celles qui obtiennent les meilleures conditions de vente de leurs clients (tableau 16) et qui peuvent se satisfaire d'une gestion rationnelle de leurs stocks de produits finis (tableau 17). Dire que la trésorerie est la contrepartie de la dette équivaut à soutenir ici qu'une entreprise alimente sa trésorerie en ayant recours à une ressource stable à un coût similaire à celui de la détention ; ceci est faux dans la pratique.

Tableau 11 : Evolution du taux d'accumulation

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 20.27 | 17.51 | 13.59 | 9.02 | 9.41 |
| Intermédiaires | 21.22 | 17.79 | 14.54 | 10.72 | 11.37 |
| Excédentaires | 21.40 | 18.94 | 16.68 | 13.15 | 13.69 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre les résiduelles et les excédentaires sur toute la période.
- Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les intermédiaires en 1992, 1993 et 1994 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991, 1992 et 1993.
- Différence de moyenne non significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les intermédiaires en 1991, 1990 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1994.

Tableau 12 : Evolution du taux d'autofinancement

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Résiduelles | 51.70 | 50.59 | 39.47 | 14.83 | 13.08 |
| Intermédiaires | 71.94 | 69.95 | 62.56 | 50.52 | 75.73 |
| Excédentaires | 81.06 | 85.65 | 88.13 | 79.75 | 103.02 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 13 : Evolution du poids des BFR

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 72.42 | 77.13 | 80.06 | 82.85 | 78.88 |
| Intermédiaires | 66.32 | 69.67 | 71.67 | 72.88 | 67.36 |
| Excédentaires | 59.38 | 63.49 | 61.86 | 60.76 | 58.79 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 14 : Evolution du financement courant des BFR

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 36.69 | 36.98 | 37.41 | 36.06 | 34.71 |
| Intermédiaires | 18.65 | 21.45 | 23.89 | 21.45 | 18.65 |
| Excédentaires | 17.11 | 13.38 | 12.44 | 11.20 | 8.12 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 15 : Evolution de la couverture des capitaux investis

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Résiduelles | 93.86 | 94.52 | 94.49 | 95.84 | 95.62 |
| Intermédiaires | 108.04 | 110.40 | 112.18 | 114.81 | 115.61 |
| Excédentaires | 119.13 | 121.84 | 124.94 | 127.24 | 130.15 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 16 : Evolution du délai de rotation des clients

| Année | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 80.44 | 82.41 | 83.30 | 85.33 | 83.19 |
| Intermédiaires | 79.09 | 80.39 | 80.24 | 81.63 | 78.74 |
| Excédentaires | 75.30 | 76.57 | 76.09 | 77.34 | 74.93 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 17 : Evolution du délai de rotation des stocks

| Année | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 29.92 | 29.07 | 30.38 | 33.01 | 32.33 |
| Intermédiaires | 25.23 | 26.51 | 27.98 | 29.54 | 27.56 |
| Excédentaires | 20.72 | 21.64 | 22.67 | 23.55 | 21.94 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Le niveau élevé de la trésorerie est la preuve que la firme ne la détient pas forcément en raison de son rendement financier mais pour en tirer des avantages dans le cadre de son développement et ce, quelle que soit l'origine des fonds. Les trois notions d'autofinancement, de dette et de fonds propres sont liées puisqu'à l'évidence, la variation du poids des fonds propres externes entraîne celle de la dette et peut avoir un impact sur le niveau de la trésorerie considérée comme un emploi. Bien qu'insuffisantes, les données des firmes ayant une trésorerie excédentaire semblent en définitive plaider pour une hiérarchie des sources de financement compatible avec celle du "pecking order", c'est-à-dire avec une préférence de l'autofinancement sur la dette puis de la dette sur l'augmentation de capital.

Les excédentaires sont celles qui ont globalement accru leurs ressources, qui sont en attente d'opportunités d'investissement et qui prévoient des décaissements importants. L'évolution décroissante de leur endettement fait également penser à un processus de désendettement qui s'engage de manière progressive.

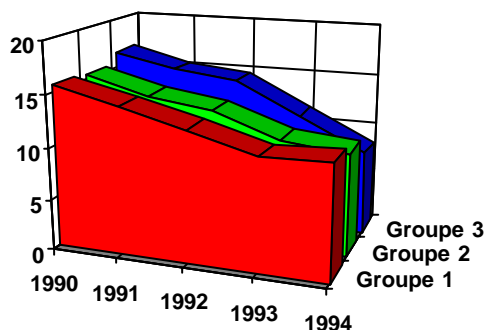
2. Efficacité de la structure productive

La trésorerie accumulée par les entreprises leur permet de faire face aux responsabilités que suppose la mise en œuvre d'une politique de croissance ; c'est en tout cas ce que suggèrent les tableaux 21 et 19. En effet, les entreprises qui détiennent une trésorerie de type excédentaire ont un taux de croissance de leur liquidité qui est plus élevé que celui des autres firmes. Sur la nature exacte de la croissance qu'elles ont engagée, il est difficile de se prononcer

sur la base de données générales puisque, apparemment, cela n'aboutit pas à des taux d'investissement réellement différents (schéma 1). En d'autres termes, dans une période de croissance, une trésorerie abondante est un facteur de sauvegarde pour les actionnaires. La solution de l'énigme peut être trouvée dans l'analyse, au cas par cas, des sociétés constituant chaque groupe d'entreprises¹³. D'une firme excédentaire à l'autre, on peut constater de très grandes différences de niveaux d'investissements physiques et financiers. Cela est dû à la spécificité de leur comportement en matière de trésorerie. Ceci implique, dans un premier temps, une phase d'accumulation de trésorerie puis, dans un deuxième temps, une montée en charge du programme des investissements.

A cet égard, 1994 apparaît comme une année exceptionnelle de l'accumulation des liquidités et d'un retour de la croissance pour les excédentaires. En revanche, la période 1990-1993 est pour elles, la traduction d'une phase d'investissements stratégiques qui se manifeste par des investissements plus importants (schéma 1) et par une plus grande implication dans l'immatériel (tableau 22). Ce dernier argument peut s'expliquer de la manière suivante : les excédentaires déployant une structure financière plus axée sur la persistance de fonds propres devraient développer plus que les autres firmes les investissements en actifs spécialisés dans des domaines comme la recherche et développement, la formation, les brevets et les actions commerciales mais ce n'est pas le cas puisque les coûts de liquidation semblent plus importants pour les chefs d'entreprise. Ce résultat n'est donc pas conforme à la théorie des coûts de transaction (Williamson 1988) notamment en raison de l'insuffisance des données disponibles sur l'immatériel¹⁴.

Schéma 1 : Taux d'investissement



Groupe 1 : Résiduelles
 Groupe 2 : Intermédiaires
 Groupe 3 : Excédentaires

Une simple analyse du poids de l'ensemble des actifs immobilisés ne permet pas de dégager des tendances générales (tableau 23). Titman (1984) montre qu'il existe une influence positive de la structure financière sur la décision de liquidation d'une firme en considérant notamment des problèmes

¹³Voir *infra*.

¹⁴L'information sur l'immatériel relève de la stratégie des firmes de sorte qu'elles divulguent rarement tous les éléments permettant de l'apprécier. Certes, la position de la Banque de France, collectrice de ces données, lui permet d'accéder à des informations confidentielles. Mais, il ne faut pas oublier qu'il existe toujours des biais ; les firmes ne communiquent que les éléments qu'elles veulent bien communiquer. Il existe un fort degré d'asymétrie de l'information entre les deux parties en présence.

d'agence propres à l'entreprise. Cependant, il n'est pas surprenant que les firmes qui placent plus de dix mille francs de leur trésorerie avec des cash-flows importants, soient plus sujettes à la détention de titres de participation et de titres immobilisés (tableaux 18 et 20). Par conséquent, les risques de conflits d'intérêt sont plus grands pour les excédentaires.

Tableau 18 : Evolution du taux des participations

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Résiduelles | 1.19 | 1.15 | 1.23 | 1.05 | 0.93 |
| Intermédiaires | 1.37 | 1.21 | 1.39 | 1.15 | 1.30 |
| Excédentaires | 1.66 | 1.68 | 1.45 | 1.27 | 1.22 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes, entre les résiduelles et les intermédiaires sur toute la période et, entre les excédentaires et les résiduelles sur toute la période.

- Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991, 1993, en 1994.

- Différence de moyenne non significative au seuil de 5% entre les excédentaires et les intermédiaires en 1992.

Tableau 19 : Evolution du taux de variation des liquidités

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 0.25 | 0.006 | -0.45 | -0.14 | -0.77 |
| Intermédiaires | 2.01 | 1.52 | 1.38 | 2.04 | 1.89 |
| Excédentaires | 3.87 | 3.18 | 4.43 | 4.09 | 5.50 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 20 : Evolution du poids des participations

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Résiduelles | 1.75 | 1.92 | 2.05 | 2.16 | 2.25 |
| Intermédiaires | 2.37 | 2.51 | 2.69 | 2.91 | 3.09 |
| Excédentaires | 2.67 | 3.06 | 3.21 | 3.49 | 3.55 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période, entre les résiduelles et les intermédiaires sur toute la période et entre les résiduelles et les excédentaires sur toute la période.

- Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les excédentaires et les intermédiaires sur toute la période.

Tableau 21 : Evolution du taux de croissance

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|------|------|-------|------|
| Résiduelles | 9.08 | 4.43 | 1.47 | -3.24 | 3.83 |
| Intermédiaires | 9.49 | 4.31 | 1.78 | -2.71 | 5.70 |
| Excédentaires | 10.62 | 5.60 | 4.22 | 0.14 | 7.57 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1991, 1992, 1993 et 1994 et, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1994.

- Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les résiduelles et les excédentaires sur toute la période et, entre les excédentaires et les intermédiaires sur toute la période.

- Différence de moyenne non significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990 et, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1990, 1991, 1992 et 1993.

Tableau 22 : Evolution du taux d'immatériel

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Résiduelles | 0.66 | 0.86 | 0.87 | 0.87 | 0.85 |
| Intermédiaires | 0.66 | 0.92 | 0.95 | 0.95 | 0.87 |
| Excédentaires | 0.73 | 1.02 | 1.07 | 1.09 | 0.98 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1992, 1993 et

1994, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1992, entre les résiduelles et les excédentaires en 1993 et 1994 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1992 et 1994.
 - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990 et 1991, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1990, 1991, 1993 et 1994,
 entre les résiduelles et les excédentaires en 1994 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991 et 1992.

Tableau 23 : Evolution du poids des actifs immobilisés

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 58.63 | 59.41 | 60.23 | 62.02 | 62.63 |
| Intermédiaires | 58.76 | 59.44 | 60.06 | 61.19 | 61.64 |
| Excédentaires | 59.18 | 59.69 | 59.83 | 60.47 | 59.66 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* - Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1993 et 1994, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1993 et 1994, entre les résiduelles et les excédentaires en 1991 et 1993 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1993 et 1994.

- Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes en 1990, 1991, 1992, entre les résiduelles et les intermédiaires en 1990, 1991 et 1992, entre les résiduelles et les excédentaires en 1990, 1991 et 1992 et, entre les excédentaires et les intermédiaires en 1990, 1991 et 1992.

3. Analyse de l'effet de levier et de la politique de dividende

Le mouvement de nos groupes d'entreprises n'est pas incompatible avec la théorie de l'effet de levier ; les excédentaires génèrent plus de profits que les autres et peuvent se prévaloir d'un effet de levier plus élevé (tableau 28). Les actionnaires de ces dernières firmes réalisent un rendement considérable par rapport à ceux des résiduelles (tableau 25). L'analyse du taux de rentabilité nette du capital financier conduit à observer les mêmes tendances (tableau 26). Cette tendance est à étendre au taux de marge qui est un indicateur de la capacité bénéficiaire de la firme (tableau 29). La possession d'une trésorerie excédentaire est un facteur d'accentuation de la rentabilité économique.

Les excédentaires minimisent le coût de leurs dettes avant la prise en compte des produits financiers qui sont généralement très élevés par rapport aux autres. L'évolution du coût apparent de la dette fait donc apparaître une nette différence entre les trois groupes (tableau 27).

Les excédentaires représentent l'archétype de firmes développant en leur sein une certaine flexibilité financière. Celle-ci s'explique par la convergence de nombreux faits dus à la présence de trésorerie excédentaire : forte rentabilité économique, effet de levier important et effet de garantie de la liquidité en réserve. De ce fait, une mauvaise gestion de trésorerie peut avoir des conséquences graves en cas de situation de crise¹⁵ car la détention de trésorerie excédentaire obère la rentabilité de l'entreprise possédant par ailleurs un coût du capital particulièrement élevé. Inversement, une faiblesse de la trésorerie augmente notablement le risque d'illiquidité.

Le tableau 24 met en évidence le fait que les excédentaires distribuent plus de dividendes que les autres firmes. En effet, cette décision de distribution de dividendes peut être expliquée de deux manières. Dans la théorie du "free cash flow", la distribution de dividendes est un moyen d'éliminer le gaspillage de trésorerie ; une firme endettée étant conduite à employer sa trésorerie pour assurer la charge de sa dette. Dès lors, les firmes qui peuvent

¹⁵Notamment en cas de forte inflation.

exploiter leur excès de trésorerie choisissent de distribuer moins de dividendes lorsqu'elles peuvent dégager suffisamment de fonds internes pour financer des projets à valeur actuelle nette positive. Dans le cas contraire, elles doivent absolument mener une politique de distribution suffisamment attrayante pour obtenir la confiance des bailleurs de fonds externes.

Tableau 24 : Evolution du taux de dividendes

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 11.53 | 12.02 | 12.58 | 15.48 | 14.80 |
| Intermédiaires | 13.00 | 14.42 | 15.19 | 24.71 | 23.66 |
| Excédentaires | 16.38 | 16.60 | 17.68 | 25.29 | 22.41 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 25 : Evolution du taux de rentabilité financière

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|------|------|-------|-------|
| Résiduelles | 4.99 | 3.37 | 1.36 | -1.27 | -0.32 |
| Intermédiaires | 7.83 | 6.17 | 4.23 | 2.60 | 4.37 |
| Excédentaires | 10.44 | 9.24 | 8.08 | 6.83 | 8.53 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 26 : Evolution du taux de rentabilité du capital financier

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | 10.33 | 8.53 | 6.67 | 4.42 | 4.46 |
| Intermédiaires | 12.71 | 10.83 | 8.78 | 6.84 | 7.72 |
| Excédentaires | 15.56 | 13.84 | 12.18 | 10.85 | 12.03 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 27 : Evolution du coût de la dette

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------|
| Résiduelles | 11.73 | 11.67 | 11.67 | 11.25 | 9.88 |
| Intermédiaires | 11.06 | 10.84 | 10.84 | 10.41 | 9.34 |
| Excédentaires | 10.76 | 10.46 | 10.47 | 10.09 | 9.09 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 28 : Evolution de l'effet de levier

| Année* | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Résiduelles | -1.82 | -2.60 | -3.52 | -4.41 | -3.43 |
| Intermédiaires | -0.24 | -1.01 | -1.76 | -2.08 | -1.24 |
| Excédentaires | 1.05 | 0.47 | 0.03 | -0.27 | 0.28 |

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes sur toute la période et, entre eux deux à deux sur toute la période.

Tableau 29 : Evolution du taux de marge brute globale

| Année | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------|-------|-------|-------|------|------|
| Résiduelles | 9.34 | 8.95 | 8.26 | 7.0 | 6.97 |
| Intermédiaires | 11.33 | 10.90 | 10.37 | 9.51 | 9.72 |

| | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Excédentaires | 13.99 | 13.88 | 13.66 | 13.42 | 14.10 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5% entre les trois groupes et entre eux deux à deux sur toute la période.

Or, Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) ont montré que les firmes qui retiennent une proportion importante de leurs bénéfices, ont un niveau d'investissements très sensible à la contrainte de liquidité. Le dividende est un indicateur d'une relative aisance de trésorerie (Hamon et Malécot 1986). *Ainsi, plus le rapport dividendes sur autofinancement est élevé, plus il est l'indication d'une asymétrie d'information importante qui oblige ainsi l'entreprise à consacrer une fraction significative de ses ressources à la combler au détriment éventuellement d'une politique optimale d'investissement, plus on peut s'attendre à ce que le taux d'endettement lui soit négativement relié* (Malécot 1992, p.8-9).

Les excédentaires vivent dans un environnement d'asymétrie d'information assez forte. Elles optent naturellement pour une plus forte distribution de dividendes pour éviter le renchérissement du coût du financement externe. En définitive, le comportement réel des excédentaires de l'échantillon est très difficile à cerner. D'une part, leurs dirigeants privilégient la distribution de dividendes à laquelle les actionnaires sont très sensibles ; l'asymétrie d'information justifie alors la volonté d'amasser de la trésorerie pour être à même de mettre en œuvre des investissements. D'autre part, le risque de substitution des actifs consécutif à la détention d'actifs financiers évolue inversement au taux d'endettement ; les conflits entre dirigeants et créanciers expliquent alors la constitution de trésorerie excédentaire pour investir dans des projets parfois fantaisistes.

CONCLUSION

Cette étude a permis de montrer l'existence d'une convergence entre le type de détention de trésorerie et le profil de développement. La détention de trésorerie¹⁶ malgré le coût de la dette ne peut pas être justifiée uniquement par l'existence d'un rendement implicite. Elle peut être aussi le fait de dirigeants qui cherchent à accroître leur richesse aux dépens des actionnaires en investissant des "free cash flow" dans des investissements discrétionnaires. En fin de compte, les firmes qui détiennent une trésorerie de type excédentaire réalisent un équilibre financier plus sain. Elles se caractérisent par une politique de financement fondée sur une préférence de l'autofinancement à la dette d'une part, de la dette aux fonds propres externes d'autre part. Elles réalisent de meilleurs rendements de leurs capitaux engagés. Et, l'articulation de leur structure productive est nettement plus efficace, même si elles ont des stratégies d'investissement non significativement différentes.

¹⁶ Il s'agit de trésorerie excédentaire, définie 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.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque de France, Méthodologie d'analyse financière, S.A.M, Collection Entreprises-Banque de France, Centrale de Bilans, 1988.
- Brealey (R.), Myers (S.), Principles of corporate finance, MacGraw Hill, 1991.
- Cohen (E.), Analyse financière, Economica, 1994.
- Cœurderoy (R.) et Koulayom (H.), "La trésorerie dans un jeu d'engagement crédible" in Actes du Congrès de l'AFFI, Juin 1996.
- Cœurderoy (R.) et Quelin (B.), "L'économie des coûts de transaction, un bilan des études empiriques", Cahier de Recherche HEC, CR513/1994.
- Donaldson (G.), Corporate debt capacity : a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, Harvard University Graduate School of Business Administration, 1961.
- Huberman (G.), "External financing and liquidity", Journal Finance, July 1984, p.895-910.
- Jensen (M. C.), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", American Economic Review, 76, n°2, May 1986, p. 323-329.
- Koulayom (H.), "Trésorerie et politique financière" , Revue Banque, n°575, Novembre 1996a, p.54-56.
- Koulayom (H.), "Measures of corporate liquidity and financial performance", Papier de Recherche CEREG, Université de Paris-Dauphine, Novembre 1996b.
- Malécot (J.-F.), "Les déterminants du choix d'une structure financière des groupes industriels et commerciaux", Cahier de recherche CEREG, n°9212, 1992.
- Malécot (J.-F.) et Hamon (J.), "Contraintes financières et demande d'investissement des entreprises", Revue Economique, n°5, Septembre 1986.
- Morris (J.), "The role of cash balances in firm valuation", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19, 1983, p. 533-546.
- Myers (S. C.) and Majluf (N. S.), "Corporate financing and investments decision when firms have information that do not have", Journal of Financial Economics, 1984, p.187-221.
- Myers (S. C.), "The capital structure puzzle", Journal of Finance, Vol. 39, Juillet 1984, p. 575-592.
- Myers (S. C.), "Determinants of corporate borrowing", Journal Of Financial Economics, Vol n°2, July 1977, 147-175
- Porter (M. E.), Avantage concurrentielle, InterEditions, 1986. Traduit de : Porter (M. E.), Competitive advantage, Free Press, 1985.
- Shleiffer (A.) and Vishny (R. W.), "Liquidation values and debt capacity : a market equilibrium approach", Journal of Finance, September 1992, p. 1343-1366.
- Strong (J. S.) and Meyer (J. R.), "Sustaining investment, discretionary investment and valuation : a residual funds study of paper industry", In Hubbard (G.), Asymmetric information. Corporate Finance, and investment, Uni. of Chicago Press-1990,p.127-148.
- Titman (Tobin (J.), "A general approach to monetary theory", Journal of money, Credit and Banking, Vol. 1, February1969, p. 15-29.

Williamson (O. E.) , "Corporate finance and corporate governace", Journal of Finance, n°43, July, 1988, p. 567-591.

ANNEXE 1 : LES RATIOS FINANCIERS D'ANALYSE DU DÉVELOPPEMENT

Poids des disponibilités =

$$\mathbf{TA1} = \text{Disponibilités} / \text{Capital engagé}$$

Poids des valeurs mobilières de placement =

$$\mathbf{TA2} = \text{Valeurs mobilières de placement} / \text{Capital engagé}$$

Taux de trésorerie =

$$\mathbf{TA31} = (\text{Disponibilités} + \text{Valeurs mobilières de placement}) / \text{Capital engagé}$$

Taux de croissance de la valeur ajoutée =

$$\mathbf{TVA} = (\text{VA}_t - \text{VA}_{t-1}) / \text{VA}_{t-1}$$

\mathbf{VA} = Valeur ajoutée

Taux d'endettement =

$$\mathbf{R7} = \text{Endettement financier} / \text{Financement propre}$$

Taux d'investissement =

$$\mathbf{R12} = \text{Investissement productif} / \text{Valeur ajoutée}$$

Taux d'immatériel =

$$\mathbf{F2} = (\text{Frais R \& D} + \text{brevets} + \text{formation} + \text{act. commer.}) / \text{Chiffre d'affaires}$$

Poids des BFR =

$$\mathbf{R9} = \text{Besoin en fonds de roulement d'exploitation} / \text{Volume d'affaires HT}$$

Délais de rotation des clients =

$$\mathbf{F3} = (\text{Clients} + \text{effets escomptés (encours moyen)}) / \text{Volume d'affaires}$$

Délais de rotation des stocks =

$$\mathbf{F4} = (\text{Stock moyen de produits finis} - \text{avances et acomp.}) / \text{Production}$$

Financement des BFR =

$$\mathbf{F5} = \text{Concours bancaires courants} / \text{Besoins en fonds de roulement}$$

Taux des participations =

$$\mathbf{F6} = (\text{flux de participations} + \text{flux de titres immobilisés}) / \text{Valeur ajoutée}$$

Taux de marge brute globale =

$$\mathbf{F9} = \text{Excédent brut global} / \text{Volume d'affaires HT}$$

Taux de rentabilité financière =

$$\mathbf{F12} = \text{Capacité d'autofinancement nette} / \text{Financement propre}$$

Coût moyen de la dette =

$$\mathbf{F13} = \text{Frais financiers} / \text{Dettes financières}$$

Ecart = $(\text{Excédent net global} / \text{Capital Financier}) - (\text{Intérêts et charges} / \text{Endettement financier})$

Effet de levier =

$$\mathbf{F14} = \text{Ecart} * \mathbf{R7}$$

Taux de rentabilité du capital financier =

$$\mathbf{F15} = \text{Excédent brut global} / \text{Capital financier moyen}$$

Taux de variation de l'endettement =

$$\mathbf{TV4} = \text{Variation des dettes financières} / \text{Dettes financières}$$

Taux de variation de la trésorerie =

$$\mathbf{TV3} = \text{Variation des disponibilités et des VMP} / \text{Valeur ajoutée}$$

Taux de variation des fonds propres =

$$\mathbf{TV5} = \text{Variation des fonds propres} / \text{Fonds propres}$$

Taux d'excédent net de trésorerie =

$$\mathbf{F17} = \text{Capacité d'autofinancement} / (\text{Investissements} + \text{var. BFR})$$

Taux d'accumulation =

$$\mathbf{F19} = \text{Autofinancement} / \text{Réserves d'autofinancement}$$

Capacité d'endettement =

$$\mathbf{F20} = \text{Capacité d'autofinancement} / \text{Endettement moyen}$$

Taux de dividendes =

$$\mathbf{F21} = \text{Dividendes} / \text{Capacité d'autofinancement}$$

Poids du chiffre d'affaires =

F22 = Chiffre d'affaires / Capital engagé
Taux d'autofinancement =
F23 = Autofinancement / Emplois nets
Couverture des capitaux investis =
F25 = Financement stable / Couverture des capitaux investis
Poids des actifs immobilisés =
F26 = Actifs immobilisés / Capital engagé
Poids des participations =
F27 = (Participations + titres immobilisés) / Capital engagé