

Trésorerie des entreprises industrielles et politique d'investissement

Henri Koulayom

▶ **To cite this version:**

Henri Koulayom. Trésorerie des entreprises industrielles et politique d'investissement. Revue d'économie politique, 1998, Vol. 108 (Nº. 1), pp.ISSN 0373-2630. halshs-01147835

HAL Id: halshs-01147835
https://shs.hal.science/halshs-01147835

Submitted on 4 May 2015

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

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

Henri Koulayom
Docteur es science de gestion
Chercheur au CEREG, Université Paris-Dauphine (Paris IX)

Trésorerie des entreprises industrielles et politique d'investissement
une vérification empirique sur données de panel

Cash and Marketable Securities of the French Manufacturing Corporations

Trésorerie - Investissement - Contrainte de liquidité - Free cash flow

Cash and marketable securities - Investment - Liquidity constraint - Free cash flow

L'auteur tient à remercier le professeur Elie Cohen (Université Paris-Dauphine), Gérard Granboulon, François Maurieur et Régis Cœurderoy de la Banque de France (SMADF) et, les deux lecteurs anonymes pour leurs commentaires. Les jugements et opinions exprimés n'engagent cependant que son auteur.

Résumé. — Depuis la seconde moitié des années 80, on a assisté à un accroissement sans précédent de la trésorerie des entreprises industrielles françaises. Comment peut-on expliquer ce comportement contraire à la règle classique ? Cet article cherche à voir dans quelle mesure ce comportement atypique permet d'expliquer la politique d'investissement. Pour ce faire, il s'appuie sur la théorie de la contrainte de liquidité et sur l'hypothèse de free cash flow. Les résultats obtenus à l'aide de bases de données comptables de la Banque de France montrent qu'il existe un lien entre l'investissement et la trésorerie mesurée par le cash flow et le stock des valeurs négociables. Cependant, les effets secteur, taille et groupe prévisibles ne sont pas très convaincants.

Summary. — *Since the second half of the 1980s, cash and marketable securities of the French manufacturing corporations have increased at a very high level. Why then, do sensible firms hold them when this behavior is supposed to be inefficient? This paper studies the link between this atypical liquidity behavior and investment. It puts forward a theoretical framework including the liquidity constraint theory and the free cash flow hypothesis. Using accounting data bases from the Banque de France, the relation between investment and liquidity measuring by cash flow and marketable securities is demonstrated. However, the sector, size and group effects are not very convincing.*

Avec le développement des marchés financiers et la généralisation des techniques de gestion de trésorerie au niveau mondial, il n'est plus rare de voir aujourd'hui des entreprises industrielles détenir des volumes de trésorerie énormes et continuer de réaliser des investissements aussi importants que leurs concurrentes. En cela, une entreprise qui dispose d'une trésorerie substantielle financera tous les projets à valeur actuelle nette positive. Dans une étude déjà ancienne, Meyer et Kuh [1957] ajoutent qu'il n'est pas étonnant que les firmes à forte liquidité tendent à investir plus que leurs homologues puisqu'elles ont de meilleures opportunités. Plus récemment, Myers et Majluf [1984] révèlent qu'en situation d'asymétrie d'information, une firme peut ne pas vouloir investir dans des projets rentables. Ce qui conduit à conclure que la firme devrait avoir une préférence portée plutôt vers les sources de financement interne ; c'est seulement dans un second temps qu'elle optera pour un financement par dette et enfin par augmentation de capital. Plus généralement, Fazzari et Athey [1987] montrent que les variables financières ont une influence importante sur les dépenses d'investissement. Hoshi, Kashyap et Scharfstein [1991] quant à eux, soutiennent que les investissements peuvent être financés par le stock de trésorerie et par le flux de trésorerie disponible. Dans une autre lignée de recherche, des travaux portant sur la thèse du « free cash flow » de Jensen [1986], expliquent le lien entre le cash-flow et l'investissement par l'existence de relations d'agence entre les participants à la firme (Strong et Meyer [1990], Oliner et Rudebusch [1992]). Force est de constater cependant que l'existence d'une relation entre la trésorerie et les dépenses en matière d'investissement n'a pas toujours été aussi évidente (1). A noter par ailleurs que la question de l'incidence des taux d'intérêt sur la gestion de trésorerie des entreprises industrielles fran-

(1) Voir JORGENSEN [1971].

çaises apparaît d'importance en raison du processus de déréglementation financière et de l'instauration d'une politique monétaire qui ont considérablement modifié la fonction même de gestion de trésorerie. Mais l'hypothèse d'une éviction de l'investissement physique par les placements aussi bien à court terme qu'à plus long terme n'est le fait que d'un nombre limité d'entreprises (Bardos [1993]). En dépit de la croissance du rendement des actifs financiers, il apparaît que la majorité des firmes investissent en priorité dans leur outil de production et affectent de manière discontinue leur encaisse résiduelle à des placements et dans une moindre mesure au désendettement. Epaulard et Szpiro [1991] montrent ainsi qu'à long terme les effets d'arbitrage s'effacent pour laisser la place principalement à l'investissement physique.

L'objet du développement qui suit est donc d'examiner sur des données françaises, l'hypothèse selon laquelle la détention de trésorerie mesurée par le flux de trésorerie et par le stock de valeurs mobilières de placement est une variable explicative des dépenses d'investissement.

1. Méthodologie et données

1.1. Fichier d'étude

Les données utilisées proviennent de la base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France (CDB) sur la période allant de 1990 à 1994. Le tableau 1 présente l'évolution de l'ensemble des entreprises industrielles.

Tableau 1. Nombre d'entreprises en fonction des secteurs

Année	1990	1991	1992	1993	1994	Constant
EB : Industries agricoles et alimentaires	1 902	1 987	2 025	2 070	2 037	9 169
EC : Industries des biens de consommation	2 801	2 979	3 049	3 154	3 057	9 169
ED : Industrie automobile	268	303	307	308	308	9 169
EE : Industries des biens d'équipement	2 669	2 895	2 994	3 019	2 920	9 169
EF : Industries des biens intermédiaires	5 992	6 334	6 522	6 723	6 648	9 169
Total	13 632	14 498	14 897	15 274	14 970	45 845

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

Les extractions ont été effectuées selon la nouvelle Nomenclature d'Activités Française (NAF) opérationnelle depuis début 1993. Après cylindrage et nettoyage du fichier initial, on travaille avec un panel de 9 169 entreprises, c'est-à-dire sur un ensemble de 45 845 observations. On perd ainsi plus de 40 % des observations.

En outre, on utilise le fichier FIBEN à titre complémentaire pour étudier l'impact du phénomène d'appartenance à un groupe. Les liaisons financières sont ainsi extraites à partir des éléments de la cotation — Banque de France. La cotation synthétise l'appréciation portée, à un moment donné, sur la situation d'une entreprise industrielle ou commerciale à un horizon de deux ans et comporte une composante relative à l'information sur les liaisons financières intra-groupe.

1.2. Mesure des principaux indicateurs

Tous les indicateurs économiques sont evalués ici à leurs valeurs comptables corrigées c'est-à-dire retraitées et redressées suivant une méthodologie particulière développée par la Banque de France [1990] (2). La mesure de la trésorerie retenue couvre à la fois les notions de flux et de stock. En termes de stocks, la trésorerie totale représente les disponibilités, les valeurs mobilières de placement et les billets de trésorerie souscrits. Les disponibilités sont des valeurs immédiatement convertibles en espèces pour leurs montants nominaux ou remboursables dès leur souscription à tout moment. Les valeurs mobilières de placement sont des titres acquis en vue de réaliser un gain à brève échéance en vertu de l'intention qui a présidé lors de la souscription. Le stock de trésorerie totale de chaque firme est retraité à partir des informations extra-comptables. L'impact des effets escomptés non échus sur le volume de la trésorerie est ainsi neutralisé en augmentant le montant des disponibilités en contrepartie du montant des créances cédées inscrites en hors-bilan. En considérant que toutes les opérations initiées par une firme industrielle et commerciale se traduisent irrémédiablement par un échange de stock de monnaie, l'existence de cette dernière n'est justifiée que si la trésorerie qu'elle génère est exploitée en permanence pour produire plus de recettes que de dépenses. La trésorerie est aussi fonction de l'ensemble des flux monétaires. Cette trésorerie disponible est égale aux produits encaissables moins les charges décaissables (3). Les dépenses d'investissement sont des acquisitions de biens d'équipement. L'investissement total comprend donc l'investissement de remplacement des biens usés c'est-à-dire les acquisitions de biens d'équipement destinées à couvrir la

(2) Voir les études de Beaver, Kettler et Scholes [1970] et de Ball et Brown [1969] qui montrent l'existance d'une relation entre valeur économique et valeur comptable.

(3) Production de l'exercice + subvention d'exploitation - consommations en provenance de tiers - charges de personnel - impôts et taxes et versements assimilés + produits et charges hors exploitation - charges de personnel - intérêts sur endettement (y compris part afferente aux immobilisations en credit bail) - impôts sur les bénéfices

dépréciation des biens détenus. L'analyse du bilan dite « pool de fonds » de la Banque de France (1990) (4), reposant sur le principe de l'unité de caisse et de non-affectation des ressources aux emplois permet de faire apparaître non pas l'actif total mais le capital engagé. Si on considère l'entreprise comme un ensemble d'actifs formalisés par un capital physique alors le capital engagé en est une bonne approximation ; le capital engagé net entendu comme la différence entre le capital engagé « passif » et la trésorerie totale « actif » n'apporte aucune information supplémentaire si ce n'est sa une vertu pédagogique (5). En tant que valorisation des moyens mis en œuvre par la firme dans le processus de production, le capital engagé est comptablement égal à l'ensemble des actifs immobilisés, des actifs immobilisés dans le cycle d'activité de l'entreprise (6) et de la trésorerie totale.

En premier lieu, on met en exergue trois ratios de trésorerie. Pour avoir une vision d'ensemble du comportement des firmes en matière de trésorerie, on rapporte le stock de trésorerie totale au capital engagé ; il s'agit du ratio de trésorerie totale (TA31). Pour apprécier leur engagement dans une politique de trésorerie, on rapporte les valeurs mobilières de placement au capital engagé ; on définit le taux des VMP (TA2). Le taux des fonds propres interne est déterminé à partir du rapport entre la capacité d'autofinancement et le capital engagé (F18). En ce qui concerne respectivement l'investissement et la prise en compte de l'influence de la production, on propose deux ratios : le taux d'accroissement du capital (R14) et le taux du chiffre d'affaire (F22). Le premier ratio définit la manière dont le stock de capital s'accumule pour faire face aux besoins engendrés par la croissance de la production. Le second ratio utilisé comme variable de contrôle s'intéresse précisément à l'évaluation de la capacité de croissance de la firme, il est préféré au taux de variation du chiffre d'affaire souvent utilisé pour représenter l'effet d'accélérateur conformément aux travaux de Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991). Deux types de ratios plus volatils sont également calculés. Il s'agit du taux d'investissement égal au rapport entre l'investissement productif et la valeur ajoutée au coût des facteurs (7) et du taux d'excédent net de trésorerie égal à la capacité d'autofinancement sur la variation du capital d'exploitation (F17). Pour ce dernier ratio, la variation du capital d'exploitation représente la somme entre l'investissement productif et la variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation ; il mesure en effet l'aptitude de l'entreprise à générer de la trésorerie à partir de son activité globale. Il permet également de constater l'utilisation de ce flux en exposant les arbitrages financiers nécessaires à la couverture des besoins résiduels.

(4) Cette méthodologie permet de contourner les hypothèses restrictives du bilan comptable qui est fondé sur un principe d'affectation de ressources à des emplois.

(5) La corrélation entre les ratios utilisant des agrégats net de trésorerie « actif » et ceux utilisant des agrégats en valeur exclusivement brute est très forte. Ce qui autorise à utiliser l'une ou l'autre méthode.

(6) Besoin en fonds de roulement d'exploitation (stocks + créances d'exploitation - dettes d'exploitation) + Besoin en fonds de roulement hors exploitation (créances hors exploitation - dettes hors exploitation).

(7) Production de l'exercice + subvention d'exploitation-consommations en provenance de tiers + loyer de crédit-bail + personnel extérieur - impôts et taxes et versements assimilés.

1.3. Hypothèses et typologie

D'une manière réaliste, l'isolement du facteur taux d'intérêt et plus particulièrement du coût du crédit permet de se focaliser sur l'importance du profit dans la fonction d'investissement. En situation de contrainte de solvabilité, le profit est directement connecté à la trésorerie disponible qui sert de source de financement. Meyer et Kuh [1957] établissent à cet égard une relation positive entre liquidité et investissement mettant ainsi en avant l'importance de la hiérarchie de financement (8). La critique souvent faite à l'encontre de cette étude est le choix de la mesure de la liquidité laquelle peut dans certains cas être une approximation de la variable investissement. D'une part, les problèmes d'asymétrie d'information affectent irrémédiablement l'investissement (Hoshi, Kashyap et Scharfstein [1991], Oliner et Rudebusch [1992]). D'autre part, l'absence de bons projets d'investissement conduit la firme et ses dirigeants à accumuler de la trésorerie qu'ils affectent à des projets discrétionnaires (Jensen [1986]). Consécutivement à ces deux approches, la littérature économique et financière explorée suggère une double relation entre l'investissement et la trésorerie mesurée en terme de stock et de flux. Ceci conduit à poser deux hypothèses.

Hypothèse 1 : L'investissement effectué par une firme au cours d'une année dépend du flux de trésorerie de l'année de l'investissement.

Hypothèse 2 : L'investissement effectué par une firme au cours d'une année dépend du stock de valeurs mobilières de placement de l'année précédant l'investissement.

Les hypothèses H1 et H2 sont ainsi testées à l'aide d'un modèle de régression (9). Deux variantes de la relation entre investissement et trésorerie sont alors présentées (10). Les dépenses en matière d'investissements productifs en fin de période rapportées au capital engagé en début de période (R14) dépendent des variables représentatives de la liquidité c'est-à-dire du poids de la capacité d'autofinancement en fin de période sur le capital engagé en début de période (F18B) d'une part, du poids des valeurs mobilières de placement en début de période sur le capital engagé en début de période (TA2B) d'autre part. Les variables de contrôle sont au nombre de deux. En premier lieu, le poids du chiffre d'affaires en début de période sur le capital engagé en début de période (F22B) permet d'appréhender l'influence du

(8) Voir MYERS et MAJLUF [1984].

(9) Ce modèle utilise la méthode des moindres carrés ordinaires.

(10) Variante 1 : $\frac{Inv_t}{Ce_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Inv_{t-1}}{Ce_{t-2}} + \beta_2 \frac{Cash_t}{Ce_{t-1}} + \beta_3 \frac{Vmp}{Ce_{t-1}} + \beta_4 \frac{Ca}{Ce_{t-1}} + \varepsilon_t$

Variante 2 : $\frac{Inv_t}{Ce_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Cash_t}{Ce_{t-1}} + \beta_2 \frac{Vmp}{Ce_{t-1}} + \beta_3 \frac{Ca}{Ce_{t-1}} + \varepsilon_t$

Inv = Investissement productif
Ce = Capital engagé
Cash = Capacité d'autofinancement
Vmp = Valeurs mobilières de placement
Ca = Chiffre d'affaires
β_t = Coefficients de régression
ε_t = Terme d'erreur

chiffre d'affaires sur l'investissement. Le choix de ce ratio se justifie malgré tout par l'importance des effets de la liquidité ; Hoshi, Kashyap et Scharfstein [1991] montrent cependant que sa prise en compte n'est pas primordiale pour les résultats. Pour améliorer le pouvoir explicatif de ce modèle et saisir les autres effets difficilement perceptibles, on pourrait y inclure en second lieu les opportunités d'investissement (11). Dans les modèles de Vogt [1994] et de Hoshi, Kashyap et Scharfstein [1991], les opportunités d'investissement sont mesurées par le ratio Q de Tobin qui n'est pas disponible dans cette étude en raison de la méconnaissance de la valeur de marché et du coût de remplacement des actifs pour chaque firme de l'échantillon. Pour pallier cette faiblesse de l'hypothèse, l'investissement en fin de période (R14) peut être régressé en tenant compte de l'investissement en début de période (R14B). La variable retardée est présentée dans la variante 1 du modèle. L'adoption de la variante 1 du modèle de régression suppose d'observer des conditions statistiques d'application trop contraignantes. C'est pourquoi, après de nombreux tests, on a retenu la variante 2 qui a l'avantage d'être simple et de minimiser les risques d'autocorrélation des résidus (12).

Pour valider les deux hypothèses, on segmente l'échantillon global en groupes homogènes d'entreprises caractérisés par leur comportement en matière de trésorerie. Ce comportement peut se décrire au travers de la combinaison d'indicateurs de flux et de stock. La fusion de ces deux derniers critères conduit à construire une typologie *a priori*. Tout d'abord, les entreprises ayant la plus forte probabilité de détenir de la trésorerie excédentaire sont celles qui disposent à la fois de valeurs mobilières de placement et d'un niveau de cash-flow important ; on les qualifie d'« excédentaires ». Ensuite, celles qui possèdent en même temps peu de valeurs mobilières de placement et un faible niveau de cash-flow devraient avoir au mieux une trésorerie suffisante pour satisfaire les besoins de liquidités liés à leurs activités : on les qualifie de « résiduelles ». Enfin, toutes les autres entreprises sont classées parmi celles qu'on qualifie d'« intermédiaires » ; il est très difficile de classer ces firmes dans l'une ou l'autre catégorie ; elles correspondent à une zone de forte indétermination.

Les simulations effectuées permettent de délimiter les trois différents types d'entreprises (voir schéma 1, 2 et 3) :

— les excédentaires ont un montant de valeurs mobilières de placement supérieur à dix mille francs et un taux d'excédent net d'investissement supérieur à 156 % ;

— les résiduelles ont un montant de valeurs mobilières de placement inférieur à dix mille francs et un taux d'excédent net d'investissement inférieur à 156 % ;

— et enfin, les intermédiaires regroupent les autres entreprises.

(11) La raison présidant à cette décomposition est l'acceptation de deux logiques différentes de fonctionnement de la trésorerie. Une firme qui est dans une phase intensive d'investissements décaisse plus rapidement la trésorerie qu'elle constitue. En revanche, une firme qui est dans une phase moins intensive d'investissements, c'est-à-dire qui a peu d'opportunités de croissance, accumulera de la trésorerie pendant plusieurs années avant de réaliser les investissements en question.

(12) Pour l'analyse de données de panel d'entreprises, voir Dormont [1989].

Le critère de fixation du classement d'une entreprise dans un groupe (profil de trésorerie, secteur, taille, groupe, ...) est l'année 1994. Ceci permet d'observer la très forte volatilité du taux d'excédent net de trésorerie.

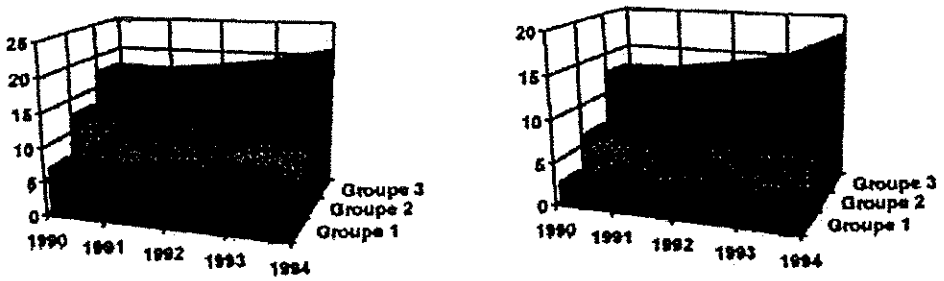


Schéma 1. Taux de trésorerie (TA31) (moyenne et médiane).

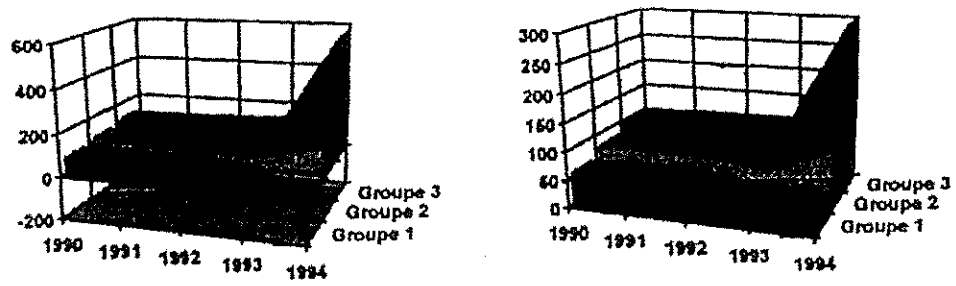


Schéma 2. Taux d'excédent net de trésorerie (F17) (moyenne et médiane).

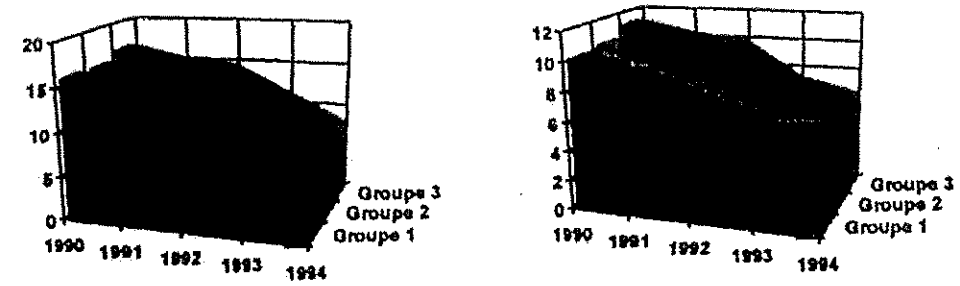


Schéma 3. Taux d'investissement (R12) (moyenne et médiane).

Groupe 1 : Résiduelles
Groupe 2 : Intermédiaires
Groupe 3 : Excédentaires
TA31 : (valeurs mobilières de placement + disponibilités) / capital engagé
F17 : (capacité d'autofinancement / (variation du BFR + investissement)
R12 : (investissement / valeur ajoutée)

2. Résultats empiriques

2.1. La politique d'investissement dépend du niveau de trésorerie

La matrice de corrélation des variables du modèle général montre une assez forte liaison entre le poids de l'investissement et le taux d'excédent net d'investissement (tableau 2) (13). En revanche, la liaison entre le poids de l'investissement et le taux de valeurs mobilières de placement est moins forte. Ceci va dans le sens de l'idée que la prévision des flux de trésorerie est un élément essentiel de la politique d'investissement.

Tableau 2. Matrice de corrélation des variables (échantillon global) : méthode Kendall

	R14	R14B	F17B	TA2B	F22B
R14	1	0,32	0,50	0,17	0,39
R14B		1	0,29	0,15	0,24
F17B			1	0,24	0,41
TA2B				1	0,12
F22B					1

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
Toutes les corrélations sont statistiquement significatives au seuil de 1 ‰.
R14 : poids des investissements de l'année en cours par rapport au capital engagé de début d'exercice.
R14B : poids des investissements de l'année précédente par rapport au capital engagé de début d'exercice.
F17B : poids du cash-flow de l'année en cours par rapport au capital engagé de début d'exercice.
TA2 : poids des valeurs mobilières de placement de l'année en cours par rapport au capital engagé de début d'exercice.
F22B : poids du chiffre d'affaires de l'année en cours par rapport au capital engagé de début d'exercice.

Le tableau 3 présente les paramètres estimés à partir de l'échantillon global et des trois groupes de détention de trésorerie. Il permet d'expliquer 21 % de la variance des taux d'investissement de l'ensemble des entreprises. Tous les autres modèles présentés sont significatifs au seuil de 1‰ avec un R^2-ajusté qui est de 23 % pour les excédentaires, de 21 % pour les résiduelles et de 20 % pour les intermédiaires. Autant dire que les relations sont plus significatives pour les excédentaires. La relation entre le stock de va-

(13) La corélation entre le poids de l'investissement et chacune des autres variables explicatives est relativement plus faible.

leurs mobilières de placement et l'investissement est négative pour les excédentaires, les intermédiaires et l'ensemble de l'échantillon ; quand l'investissement augmente, la firme transforme ses placements financiers à court terme en liquidités utilisables en terme de transactions. La relation négative, ainsi obtenue, corrobore les résultats trouvés par Vogt [1994] qui a utilisé un échantillon de 359 entreprises industrielles sur la période 1974-1990. Toutefois, il est surprenant d'observer ici qu'en cas de détention d'une trésorerie de type résiduel, la relation entre le taux de valeurs mobilières de placement et l'investissement devient positive.

L'investissement augmente la chance d'avoir dans le futur un flux de trésorerie disponible mais il nécessite aussi de disposer d'une trésorerie satisfaisante au moment de le faire. C'est pourquoi, les coefficients estimés exprimant le lien entre le cash flow et l'investissement sont positifs et statistiquement significatifs. En somme, il est difficile de dire à quelle obédience appartiennent ces entreprises : l'hypothèse de « pecking order » ou l'hypothèse de « free cash flow ». Le signe du ratio du chiffre d'affaires sur le capital est positif et conforme aux résultats de Hoshi, Kashyap et Scharfstein [1991] qui décèlent un « effet d'accélérateur ».

Tableau 3. Modèle de régression pour les types d'entreprises

	Ensemble	Résiduelles	Intermédiaires	Excédentaires
N	45 845	22 930	17 535	5 380
F-Value	4 093,719***	1 077,569	1 548,235***	553,346***
Adj. R-Sq	0,21	0,21	0,20	0,23
Constante	4,06	4,32	3,94	3,69
(T-test)	(72,72)***	(53,02)***	(44,86)***	(23,34)***
β_1	0,21	0,22	0,20	0,20
(T-test)	(85,74)***	(61,68)***	(52,06)	(29,72)***
β_2	– 0,05	0,07	– 0,04	– 0,07
(T-test)	(– 12,80)***	(5,86)***	(– 8,83)***	(– 9,75)***
β_3	0,005	0,004	0,005	0,008
(T-test)	(18,38)***	(10,54)***	(10,94)***	(7,67)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

2.2. L'importance de l'appartenance à une famille

2.2.1. Effet taille et effet secteur

D'emblée, il convient d'observer que tous les problèmes concernant la taille et le secteur ne sont pas des phénomènes nouveaux, quand bien même la finance d'entreprise n'a pas encore vraiment pu établir un lien

précis entre eux et la performance des entreprises. Les nombreux travaux empiriques soutiennent que la liquidité est une fonction décroissante de la taille. Plus, l'entreprise est grande et moins la firme a de chances de détenir un niveau élevé de trésorerie. Ceci va dans le sens de Moss et Stine [1989] puisque le niveau des actifs de trésorerie est inversement lié à l'importance du chiffre d'affaires ; les grandes firmes, peu risquées, détiennent moins de liquidités que les autres firmes en vertu de la baisse de leur demande de trésorerie précautionnelle (Frazer [1964]). Or d'autres travaux évoquent la sous-capitalisation des petites entreprises pour montrer que celles-ci ont les plus faibles liquidités ; ceci explique également leur plus forte vulnérabilité à la défaillance. Le tableau 4 relatif au taux de trésorerie totale ne permet pas de confirmer l'une ou l'autre hypothèse sur l'effet taille, car les tests ne sont pas toujours significatifs. En revanche, le taux d'excédent net de trésorerie semble être un indicateur plus discriminant de la taille (tableau 5) ; en effet les entreprises de grande taille ont une probabilité importante de détenir un taux élevé de cash flow. Les différences de moyennes sont statistiquement significatives au seuil de 5 % sur l'ensemble des groupes mais les différences de moyennes deux à deux ne le sont pas toujours en raison des critères de segmentation de la population retenus. Bien que les tests sur l'effet taille ne soient pas véritablement convaincants, on peut toutefois conclure en termes de comportements que la meilleure source de trésorerie des petites entreprises est l'accumulation de trésorerie ; celle des grandes entreprises est plutôt la génération de flux de trésorerie.

Si on se réfère à Audretsch et Elston [1994], la distinction en fonction de la taille des entreprises permet de vérifier que les plus petites entreprises, affrontant des restrictions traditionnellement plus sévères de la part des prêteurs, détiennent de ce fait plus de liquidités. La taille peut être présentée comme un indicateur de la contrainte de liquidité lorsque les firmes sont petites, mais elle peut être aussi un indicateur de présence de conflits d'agence lorsque les firmes sont grandes. En effet, les firmes de grande taille ont des structures d'actionnariat qui sont généralement très diversifiées et sont, par conséquent, enclines à faire face à des problèmes d'agence (Vogt [1994]). Cependant, l'absence de variables de contrôle représentant les opportunités d'investissement, ne donne pas la possibilité de faire la part des choses. Par conséquent, les tableaux 6 et 7 confirment le sens des relations trouvées entre l'investissement et la trésorerie dans le modèle général. C'est la taille 4 qui obtient le R^2-ajusté le plus fort dans les deux cas (14). Il semble se confirmer pourtant que l'investissement est moins lié aux flux de trésorerie successifs lorsque la firme considérée est de type excédentaire. De la même manière, la relation entre l'investissement et l'encours de valeurs mobilières de placement est moins forte pour l'ensemble de l'échantillon que pour les excédentaires.

(14) La faiblesse de l'effectif du groupe joue sans doute aussi dans ce résultat.

Tableau 4. Évolution du taux de trésorerie en fonction de la taille (15)

Année*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
CA < 20 MF	3 083	11,67	11,91	10,94	10,72	10,86
CA 20-50 MF	2 428	10,28	9,99	9,91	10,11	10,63
CA 50-500 MF	3 074	9,07	8,95	8,85	9,40	9,47
CA > 500 MF	584	6,96	5,91	5,98	6,65	7,08

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les quatre groupes sur toute la période, entre la taille 1 et la taille 3 en 1990 et 1991, entre la taille 1 et la taille 4 sur toute la période, entre la taille 2 et la taille 3 en 1994, entre la taille 2 et la taille 4 sur toute la période et, entre la taille 3 et la taille 4 sur toute la période.

— Différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre la taille 1 et la taille 2 sur toute la période, entre la taille 2 et la taille 3 en 1990, 1991 et 1992, entre la taille 1 et la taille 3 en 1992, 1993 et 1994, et, entre la taille 2 et la taille 3 en 1990, 1991, 1992 et 1993.

Tableau 5. Évolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction de la taille

Année*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
CA < 20 MF	3 083	79,33	70,35	42,96	56,52	71,78
CA 20-50 MF	2 428	90,28	76,22	86,06	60,03	65,72
CA 50-500 MF	3 074	85,95	77,28	98,07	60,71	86,07
CA > 500 MF	584	133,38	142,10	104,10	118,54	152,38

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les quatre groupes sur toute la période, entre la taille 1 et la taille 2 sur toute la période, entre la taille 1 et la taille 3 sur toute la période,entre la taille 1 et la taille 4 sur toute la période, entre la taille 2 et la taille 3 en 1994, entre la taille 2 et la taille 4 en 1990, 1991, 1992 et 1994 et, entre la taille 3 et la taille 4 en 1990, 1991 et 1994.

— Différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre la taille 2 et la taille 3 en 1990, 1991, 1992 et 1993, entre la taille 2 et la taille 4 en 1990, 1991, 1992 et 1993 et, entre la taille 3 et la taille 4 en 1992 et 1993.

(15) — Groupe 1 : chiffre d'affaires inférieur à 20 millions - 3 083 entreprises,
— groupe 2 : chiffre d'affaires compris entre 20 et 50 millions - 2 428 entreprises,
— groupe 3 : chiffre d'affaires compris entre 50 et 500 millions - 3 074 entreprises,
— groupe 4 : chiffre d'affaires supérieur à 500 millions - 584 entreprises.

Tableau 6. Modèle de régression en fonction de la taille des firmes

	Taille 1	Taille 2	Taille 3	Taille 4
N	15 415	12 140	15 370	2 920
F-Value	1 270,510***	1 155,559***	1 393,0***	390,080***
Adj. R-Sq	0,19	0,22	0,21	0,28
Constante	3,84	4,43	4,21	3,13
(T-test)	(35,87)***	(38,61)***	(48,21)***	(22,22)***
β_1	0,21	0,23	0,20	0,16
(T-test)	(46,15)***	(46,48)***	(51,72)***	(23,30)***
β_2	– 0,05	– 0,06	– 0,05	– 0,05
(T-test)	(– 7,14)***	(– 7,09)***	(– 7,31)***	(– 4,26)***
β_3	0,006	0,004	0,004	0,009
(T-test)	(11,68)***	(7,82)***	(8,73)***	(11,69)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

Tableau 7. Modèle de régression en fonction de la taille des excédentaires

	Taille 1	Taille 2	Taille 3	Taille 4
N	1 525	1 405	1 960	490
F-Value	136,592***	169,232***	199,719***	88,765***
Adj. R-Sq	0,21	0,26	0,23	0,35
Constante	3,48	3,73	4,11	2,46
(T-test)	(9,69)***	(11,70)***	(17,44)***	(8,20)***
β_1	0,20	0,21	0,19	0,15
(T-test)	(13,61)***	(15,91)***	(19,42)***	(10,93)***
β_2	– 0,08	– 0,07	– 0,08	– 0,06
(T-test)	(– 5,35***)	(– 4,57)***	(– 6,39)***	(– 3,40)***
β_3	0,012	0,008	0,003	0,01
(T-test)	(4,98)***	(4,16)***	(2,65)***	(5,91)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

Tableau 8. Évolution du taux de trésorerie en fonction des secteurs

Année*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
EB : Industries agricoles et alimentaires	1 291	9,15	9,01	9,11	9,74	9,91
EC : Industries des biens de consommation	1 802	10,63	10,48	10,14	10,83	10,98
ED : Industrie automobile	198	8,78	8,23	7,86	8,18	9,93
EE : Industries des biens d'équipement	1 700	14,54	13,98	13,32	13,11	13,0
EF : Industries des biens intermédiaires	4 178	8,49	8,24	8,20	8,22	8,59

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

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les cinq secteurs sur toute la période, entre EB et EC en 1991, entre EB et ED en 1991, 1992 et 1993, entre EB et EE sur toute la période, entre EB et EF sur toute la période, entre EC et ED en 1990, 1991, 1992 et 1993, entre EC et EE sur toute la période, entre EC et EF sur toute la période, entre ED et EE sur toute la période et entre EE et EF sur toute la période.

— Différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre EB et EC en 1990, 1992, 1993 et 1994, entre EB et ED en 1990 et 1994, entre EC et ED en 1994 et, entre ED et EF sur toute la période.

Tableau 9. Évolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction des secteurs

Année *	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
EB : Industries agricoles et alimentaires	1 291	71,75	74,53	94,68	96,70	54,53
EC : Industries des biens de consommation	1 802	104,26	96,80	86,21	54,14	82,94
ED : Industrie automobile	198	126,55	88,87	74,06	56,52	73,95
EE : Industries des biens d'équipement	1 700	73,02	75,0	49,35	61,32	59,79
EF : Industries des biens intermédiaires	4 178	90,04	73,79	78,41	56,97	95,33

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

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les cinq secteurs en 1991 et 1994, entre EB et EE en 1991, 1992, 1993 et 1994, entre EB et EF en 1994, entre EC et EE en 1991, 1992, 1993 et 1994, entre EC et EF en 1994, entre ED et EE en 1994 et, entre EE et EF sur toute la période.

— Différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre les cinq secteurs en 1990, entre EB et EC sur toute la période, entre EB et ED sur toute la période, entre EB et EE en 1990, entre EB et EF en 1990, 1991, 1992 et 1993, entre EC et ED sur toute la période, entre EC et EE en 1990, entre EC et EF en 1990, 1991, 1992 et 1993 entre ED et EE en 1990, 1991, 1992 et 1993 et, entre ED et EF sur toute la période.

Tableau 10. Modèle de régression en fonction des secteurs

	EB	EC	ED	EE	EF
N	6 455	9 010	990	8 500	20 890
F-Value	609,800***	657,443***	112,789***	795,878***	2 029,100***
Adj. R-Sq	0,22	0,17	0,25	0,21	0,22
Constante	4,17	3,95	4,23	2,85	4,32
(T-test)	(28,18)***	(28,52)***	(12,81)***	(23,18)***	(48,33)***
β_1	0,22	0,20	0,20	0,15	0,23
(T-test)	(31,61)***	(34,54)***	(14,36)***	(31,25)***	(60,39)***
β_2	– 0,03	– 0,02	– 0,08	– 0,03	– 0,05
(T-test)	(– 2,48)*	(– 3,19)**	(– 3,37)***	(-5,74)***	(– 8,21)***
β_3	0,005	0,003	0,005	0,009	0,006
(T-test)	(9,74)***	(4,33)***	(3,36)***	(14,43)***	(10,77)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Statistiquement significative au seuil de 5 %.
** Statistiquement significative au seuil de 1 %.
*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

Tableau 11. Modèle de régression des excédentaires en fonction des secteurs

	EB	EC	ED	EE	EF
N	775	1 160	95	880	2 470
F-Value	101,581***	85,504***	24,568***	112,0***	268,932***
Adj. R-Sq	0,28	0,17	0,42	0,27	0,24
Constante	4,46	4,25	3,35	1,5	3,64
(T-test)	(12,01)***	(9,74)***	(2,08)*	(3,61)***	(15,36)***
β_1	0,24	0,21	0,23	0,13	0,19
(T-test)	(14,37)***	(12,11)***	(4,71)***	(8,16)***	(19,79)***
β_2	– 0,08	– 0,07	– 0,14	– 0,04	– 0,08
(T-test)	(– 3,83)***	(– 3,84)***	(– 3,70)***	(– 2,90)**	(– 6,78)***
β_3	0,003	0,002	0,011	0,01	0,01
(T-test)	(2,15)*	(0,74)	(0,84)	(7,72)***	(5,56)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans (Données au 31 mai 1996).
* Statistiquement significative au seuil de 5 %.
** Statistiquement significative au seuil de 1 %.
*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

L'hypothèse de l'influence du métier est, semble-t-il, encore plus complexe à défendre. Si l'effet de la conjoncture est très fort alors les différences de moyennes des taux de trésorerie entre les secteurs industriels devraient être statistiquement significatives au seuil de 5 % (Foster [1986]). Ceci n'est pas réellement le cas avec l'échantillon utilisé dans cette étude au niveau NAP16. D'une façon générale, les industries des biens d'équipement sont celles qui réalisent les taux de trésorerie les plus élevés (tableau 8). Les résultats observés à partir du taux de trésorerie totale valent aussi pour

l'analyse du taux d'excédent net de trésorerie. En effet, ceux-ci ne permettent pas de conclure définitivement à l'existence d'un effet secteur (tableau 9). On peut donc admettre qu'en raison du choix du niveau NAF16 de la nomenclature, les firmes du secteur industriel évoluent dans des secteurs dont les moyennes de taux de croissance ne sont pas statistiquement différentes. Les modèles de régression dans les tableaux 10 et 11 vont dans le sens des précédents constats et respectent les signes des relations définies : négatif pour le ratio du flux de trésorerie et positif pour le poids des valeurs mobilières de placement. En fin de compte, la prise en compte de la taille et de la spécificité du secteur ne permet pas d'invalider les hypothèses H1 et H2 ni de changer le sens prévisible des liaisons entre investissement et liquidité.

2.2.2. Effet d'appartenance à un groupe

La littérature montre que plus une entreprise fait partie d'une structure de groupe, moins elle a de chances de détenir de la trésorerie et plus elle a de chances de générer de l'excédent net de trésorerie. Sur les données de cette étude, l'effet groupe est plus perceptible au niveau du taux de trésorerie. Les différences de moyennes des taux de trésorerie entre les trois groupes sont statistiquement significatives au seuil de 5 % sur toute la période (tableau 12). En revanche, les différences de moyennes des taux d'excédent net de trésorerie ne sont pas globalement statistiquement différentes (tableau 13). On peut observer que ce sont les entreprises têtes de groupes qui détiennent les taux de trésorerie les plus importants de même que les taux d'excédent net de trésorerie les plus importants ; leur principale source de formation d'une trésorerie excédentaire est le flux de trésorerie disponible. On obtient comme dans le modèle général, une relation positive entre l'investissement et le cash flow d'une part, une relation négative entre l'investissement et le stock de valeurs mobilières de placement d'autre part.

Tableau 12. Évolution du taux de trésorerie en fonction du statut des firmes

Année*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
Indépendantes	7 571	10,64	10,36	10,23	10,40	10,64
Filiales	203	8,30	7,94	8,11	8,82	9,26
Têtes de groupes	1 395	7,64	7,35	6,72	7,07	7,26

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les trois groupes sur toute la période, entre les têtes de groupes et les filiales sur toute la période et, entre filiales et les indépendantes sur toute la période.

— Différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre les têtes de groupes et les indépendantes sur toute la période.

Tableau 13. Évolution du taux d'excédent net de trésorerie en fonction du statut des firmes

Année*	Nombre	1990	1991	1992	1993	1994
Indépendantes	7 571	84,21	78,89	72,38	64,91	73,11
Filiales	203	124,10	151,90	147,69	58,30	164,54
Têtes de groupes	1 395	102,60	68,77	90,14	52,02	105,78

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).

* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les trois groupes en 1990, 1991, 1992 et 1994, entre les têtes de groupes et les filiales en 1990, 1991, 1992 et 1994, entre les têtes de groupes et les indépendantes en 1990, 1991, 1992 et 1994 et, entre les indépendantes et les filiales en 1994.

— Différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre les trois groupes en 1993, entre les têtes de groupes et les filiales en 1993, entre les têtes de groupes et les indépendantes en 1994 et, entre les indépendantes et les filiales en 1990, 1991, 1992 et 1993.

Tableau 14. Modèle de régression en fonction du statut des firmes

	Indépendantes	Filiales	Têtes de groupes
N	37 855	1 015	6 975
F-Value	3 413,482***	105,563***	592,862***
Adj. R-Sq	0,21	0,23	0,20
Constante	4,10	2,76	4,11
(T-test)	(64,92)***	(9,56)***	(32,27)***
β_1	0,21	0,17	0,19
(T-test)	(77,82)***	(12,93)***	(34,32)***
β_2	– 0,05	– 0,03	– 0,04
(T-test)	(– 12,27)***	(– 1,66)	(– 3,96)***
β_3	0,005	0,008	0,003
(T-test)	(17,0)***	(3,96)***	(5,13)***

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).

* Statistiquement significative au seuil de 5 %.

** Statistiquement significative au seuil de 1 %.

*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

Tableau 15. Modèle de régression des excédentaires en fonction du statut des firmes

	Indépendantes	Filiales	Têtes de groupes
N	4 340	325	715
F-Value	432,550***	57,875***	76,415***
Adj. R-Sq	0,22	0,35	0,24
Constante	3,90	2,56	3,03
(T-test)	(21,62)***	(5,27)***	(7,21)***
β_1	0,20	0,19	0,17
(T-test)	(26,83)***	(8,45)***	(10,02)***
β_2	– 0,08	– 0,09	– 0,03
(T-test)	(– 9,30)***	(– 3,49)***	(– 1,76)
β_3	0,007	0,016	0,008
(T-test)	(6,25)***	(4,44)***	(2,91)**

Source : Banque de France - Centrale de Bilans et Fichier Bancaire des Entreprises (Données au 31 mai 1996).
* Statistiquement significative au seuil de 5 %.
** Statistiquement significative au seuil de 1 %.
*** Statistiquement significative au seuil de 1 ‰.

3. Discussion et conclusion

Cette étude a permis de proposer un cadre de travail pour l'analyse du pouvoir explicatif de la trésorerie vis-à-vis de l'investissement à un moment où nombreuses sont les entreprises qui accroissent le niveau de leur liquidité (16). En règle générale, la détention de trésorerie (17) malgré le coût de la dette ne peut être justifiée que par l'existence d'un rendement implicite. Dès lors, l'investissement n'apparaît pas être déterminé indépendamment des variables financières, en particulier de la trésorerie. La force de la liaison établie entre la trésorerie et l'investissement dans les firmes de type excédentaire n'est pas tout à fait similaire à celle qui est établie dans les entreprises de type résiduel. En effet, la relation entre l'investissement et le stock de trésorerie est positivement plus forte pour les résiduelles alors que la relation entre l'investissement et le flux de trésorerie est négativement plus forte pour les excédentaires. La littérature économique et financière évoque

(16) Force est de constater que les entreprises contribuent aujourd'hui plus vigoureusement à la formation de l'épargne brute de la nation (Source : Rapport sur les comptes de la nation 94). Cette situation surprenante sur le plan de la logique économique est le reflet de trois traits financiers majeurs qui ont marqué l'ensemble des entreprises françaises au cours de ces dernières années : la modification de la structure du partage de la valeur ajoutée au détriment des salariés, le niveau élevé du taux d'autofinancement et l'évolution favorable du taux de prélèvement financier.

(17) Il s'agit de trésorerie excédentaire définit 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.

deux conditions principales nécessaires pour que ce genre de relation soit parfaitement opérant ; la persistance de la contrainte de liquidité et l'irruption du « free cash flow » (Vogt [1994]). Le paradoxe de la liquidité intervient à double titre ici puisque la trésorerie peut à la fois servir de garantie des dettes et être un moyen de financement des investissements. L'hypothèse sous-jacente à cette étude a donc été de considérer la trésorerie non pas comme un emploi mais comme une véritable ressource.

Les résultats obtenus ne permettent pas de qualifier précisément la nature théorique des relations entre investissement et trésorerie. Pour ce faire, il aurait été utile de distinguer les entreprises en fonction de leurs opportunités d'investissement (18). Mais pour relativiser la validité des hypothèses H1 et H2, on a procédé à trois types d'analyse relatifs à l'effet taille, l'effet secteur et l'effet groupe. Premièrement, les petites entreprises plus affectées par leur contrainte de liquidité semblent être beaucoup plus sensibles à la fluctuation de leur trésorerie alors que les grandes entreprises développant surtout une structure d'actionnariat très disparate semblent plutôt s'intéresser à l'accumulation de trésorerie en l'absence de projets d'investissement rentables. Cependant, la non mise en évidence d'un effet taille indiscutable rend critiquable cet argument. Deuxièmement, cette dernière remarque est aussi vraie du point de vue de l'analyse sectorielle, car il n'a pas été possible de montrer que certains secteurs souffraient d'une plus forte contrainte de liquidité ou de problèmes d'agence. Troisièmement, bien que l'effet groupe ne soit pas totalement vérifié, on peut observer que la structure de groupe favorisant des problèmes d'agence facilite moins une liaison entre investissement et trésorerie ; inversement, l'indépendance augmente la contrainte de liquidité de sorte que la liaison entre investissement et trésorerie est plus forte. Tous ces problèmes d'application théoriques impliquent de développer d'autres programmes de recherche privilégiant un apport méthodologique conséquent ou d'autres théories alternatives.

En dépit du fait que l'objectif de cet article ne soit pas d'étudier particulièrement les motifs de détention de trésorerie et/ou l'influence du coût du capital, la non utilisation de variable de taux d'intérêt peut paraître choquante dans la mesure où on a assisté à une inversion de la courbe de la structure des taux entre 1989 et 1992 (Source : Compte de la nation 1994, INSEE). L'importance de la fluctuation des taux d'intérêt fait qu'aujourd'hui les entreprises posent de plus en plus des hypothèses de taux d'intérêt dans le cadre de leur décision financière. L'isolement du taux d'intérêt dans cette étude peut se justifier par le fait qu'il touche plus les entreprises de grande taille que les petites et que le comportement de ces entreprises dans l'ensemble ne semble pas suivre une logique d'arbitrage de rendement entre investissement physique et investissement financier. Sans remettre en cause le lien logique entre marchés des biens et marchés financiers, la plupart des travaux fondés sur une approche macro-économique des fonctions d'investissement rejettent l'hypothèse d'arbitrage entre investissements physiques et investissements financiers. Les travaux des Centrales de Bilans françaises

(18) Comme il a été précisé dans la section relative à la méthodologie, l'indisponibilité de certaines informations sur la valeur de marché et le coût de remplacement ne permettant par de prendre en compte ces opportunités au travers du Q de Tobin.

(Journée des Centrales de Bilans du 24 novembre 1992) (19) n'ont pas également pu conclure définitivement à une éviction des actifs physiques par les actifs financiers sachant que les firmes qui sous-investissent ne développent pas forcément une forte activité financière. Par ailleurs, il est difficile d'illustrer les résultats obtenus au travers de la théorie keynésienne de la préférence pour la liquidité. Parmi les motifs de détention de trésorerie inspirés par cette théorie, le motif de transaction est celui qui permet une adéquation des recettes aux dépenses dans le cadre d'une activité normale. Seuls les autres motifs peuvent en effet justifier la mise œuvre d'investissement au delà d'investissements de remplacement ou dits « normaux ». On ne peut pas examiner ici la trésorerie de précaution, car le risque industriel de l'investissement lié à l'environnement et les possibilités de saisir des opportunités rentables n'ont pas pu être perçus au travers des analyses typologiques. En outre, des entreprises ont pu tirer une proportion importante de leur résultat net d'une activité de spéculation. Cependant, le nombre d'entreprises susceptibles de faire de la transformation est relativement faible, car peu d'entre elles ont la faculté d'accéder librement aux marchés financiers conformément à la loi Bancaire de 1984 (Castel et Ullmo [1991]). L'accumulation de trésor de guerre est enfin une information que les entreprises ne délivrent pas, car elle relève d'une stratégie qui peut prendre plusieurs formes notamment une entente avec les banquiers. En fin de compte, la trésorerie est un stock fongible c'est-à-dire une masse globale, à la formation de laquelle concourent tous les autres motifs pouvant constituer une source de financement pour les investissements. La trésorerie comme un actif conditionnel qui donne la faculté de saisir ou non des opportunités d'investissements compte tenu d'anticipations pourrait dans ce cas être une piste de modélisation.

D'un point de vue méthodologique, la mesure comptable des indicateurs d'investissement et de trésorerie utilisés ne correspondent pas exactement à leurs mesures économiques malgré l'utilisation de retraitements. On s'est appuyé sur le postulat implicite d'une évolution comparable entre les concepts comptables utilisés et leurs équivalents économiques. Cet inconvénient de l'usage exclusif de données comptables s'ajoute à l'absence d'une série longue et à la non intégration dans le modèle de base, de variables représentant les opportunités d'investissement. En raison d'une approche plus statique que dynamique, le processus discontinu du lien investissement et trésorerie n'a pas pu être exploré dans toute sa dimension. On peut toutefois conclure que les firmes investissent en priorité dans leur outil de production et affectent dans un second temps leur encaisse résiduelle à des placements ; ce qui revient à préparer les futurs investissements. Il existe en fait une proportion non négligeable de firmes industrielles dont le comportement en matière de trésorerie influence notablement la politique d'investissement. En définitive, cette étude confirme le fait que la fonction trésorerie est devenue aujourd'hui un élément indispensable de la politique d'investissement des firmes françaises et par conséquent de leur survie et ce, d'autant plus que l'accroissement de l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change devient opérant.

(19) Voir aussi EPAULARD et SZPIRO (1991) et CASTEL et ULLMO (1991), BARDOS (1993).

Bibliographie

AUDRETSCH D. B. and ELSTON J. A. [1994], « Does firm size matter ? », *Discussion Paper series n° 1072, Centre For Economic Policy Research,* August.

BALL R. et BROWN P. [1968], « An empirical evaluation of accounting income numbers », *Journal of Accounting Research,* Autumn, p. 159-178.

BANQUE DE FRANCE [1990], *Méthodologie d'analyse financière,* S.A.M, Collection Entreprises.

BARDOS M. [1993], « Y a-t-il effet d'éviction entre placements et investissements des sociétés ? », *Revue d'Économie Financière,* n° 26, Automne, p. 153-170.

BEAVER W. H., KETTLER P. et SCHOLES M. [1970], « The association between market determined and accounting determined risk measures », *Accounting Review,* October, p. 654-682.

CASTEL M. et ULLMO Y. [1991], « La nouvelle intermédiation : développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'Économie Financière,* n° 16, Printemps.

DORMONT B. [1989], « Petite apologie des données de panel », *Économie et Prévision,* p. 19-31.

EPAULARD A. et SZPIRO D. [1991], « Placements financiers, investissement et désendettement des firmes : y a-t-il arbitrage ? », *Revue Économique,* n° 4, juillet, p. 701-732.

FAZZARI S. and ATHEY J. M. [1987], « Asymetric information, financing constraints and investment », *Review of Economics and Statistics,* Vol. 69, p. 481-487.

FOSTER G. [1986], *Financial statement analysis,* Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

FRAZER W. [1964], « The financial structure of manufacturing corporations and the demand for money : somme empirical finding », *Journal of Political Economy,* April.

HOSHI T., KASHYAP A. and SCHARFSTEIN D. [1991], « Corporate structure, liquidity and investment », *Quaterly Journal of Economics,* February, p. 33-60.

JENSEN M. C. [1986], « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review,* 76, n° 2, May, p. 323-329.

JORGENSEN D. [1971], « Econometric studies of investment behavior : a survey », *Journal of Economic Literature,* Vol. 9, December, p. 111-1147.

MEYER J. and KUH E. [1957], The investment decision, Harvard University Press.

MOSS J. and STINE B. [1989], « Liquidity characteristics of small and large manufacturing firms », *Managerial Finance,* Vol. 15, n° 6, p. 14-19.

MYERS S. C. and MAJLUF N. S. [1984], « Corporate financing and investments decision when firms have information that do not have », *Journal of Financial Economics,* p. 187-221.

MYERS S. C. [1984], « The capital structure puzzle », *Journal of Finance,* July, p. 575-592.

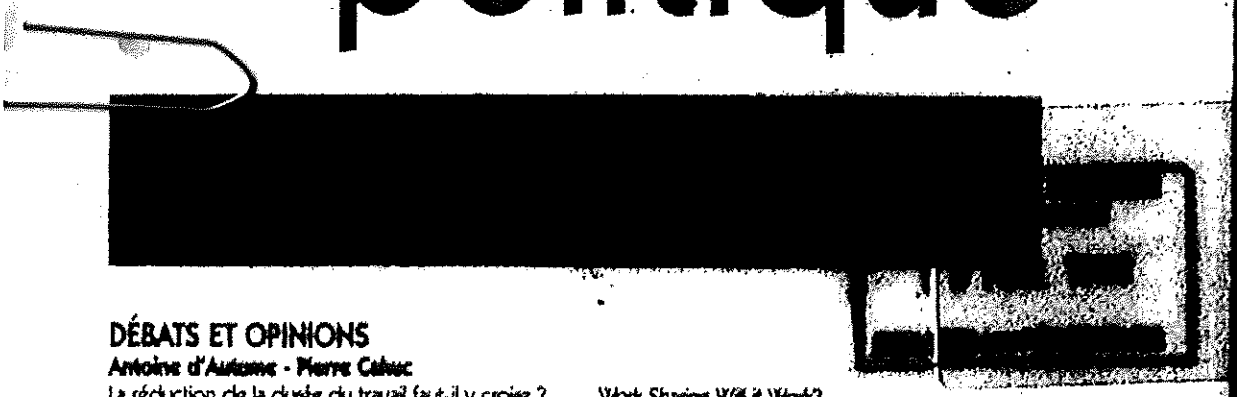
OLINER S. and RUDEBUSH G. (1992), « Sources of the financing hierarchy for business investment », *Review of Economics and Statistics*, November, p. 643-654.

STRONG J. S. and MEYER J. R. (1990), « Sustaining investment, discretionary investment and valuation », In Hubbard G., *Asymmetric information, Corporate Finance, and investment*, Uni. of Chicago Press, p. 127-148.

VOGT S. C. (1994), « The cash flow/investment relationship : evidence from U.S. manufacturing firms », *Financial Management*, Vol. 23, Summer, p. 3-20.

330(o)REV 11

Revue d'économie politique



DÉBATS ET OPINIONS

Antoine d'Autume - Pierre Cahuc
La réduction de la durée du travail faut-il y croire ? — Work Sharing Will it Work?

BILANS ET ESSAIS

Antoine Faure-Grimaud
Structure financière et concurrence imparfaite : Modigliani-Miller 40 ans après — Financial Structure and Imperfect Competition: Modigliani-Miller 40 years later

ARTICLES

Marie-Line Dubuc - Bernadette Nicot
Fédéralisme budgétaire et union européenne : les enseignements de l'expérience allemande — Fiscal Federalism and European Monetary Union: the Lesson of the German Monetary Union

Henri Kouleyom
Trésorerie des entreprises industrielles et politique d'investissement une vérification empirique sur données de panel — Cash and Marketable Securities of the French Manufacturing Corporations

Damien Besancenot - Radu Vranceanu
Un modèle de privatisation généralisée avec effet de réputation — A model of Economy-Wide Privatization with Reputation Effect

Jean-Michel Glachant
Le pool électricité en Grande Bretagne : un arrangement institutionnel hybride — Electricity Pool of England: Hybrid Form of Governance

[illegible] - Françoise Laïtre
La diffusion de la théorie générale dans le milieu universitaire français : retard ou spécificité ? — The diffusion of the General Theory in the French Academic Milieu: A Case of [illegible] or a Special One?

dalloz

DÉBATS & OPINIONS

Antoine d'Autume - Pierre Cahuc
La réduction de la durée du travail
faut-il y croire ? 5
Work Sharing Will it Work?

BILANS & ESSAIS

Antoine Faure-Grimaud
Structure financière et concurrence imparfaite :
Modigliani-Miller 40 ans après 15
Financial Structure and Imperfect Competition:
Modigliani-Miller 40 years later

ARTICLES

Marie-Line Duboz - Bernadette Nicot
Fédéralisme budgétaire et union européenne :
les enseignements de l'expérience allemande 37
Fiscal Federalism and European Monetary Union:
the Lesson of the German Monetary Union

Henri Koulayom
Trésorerie des entreprises industrielles et
politique d'investissement
une vérification empirique sur données de panel 53
Cash and Marketable Securities of the
French Manufacturing Corporations

Damien Besancenot - Radu Vranceanu
Un modèle de privatisation généralisée
avec effet de réputation 75
A Model of Economy-Wide Privatization with Reputation Effect

Jean-Michel Glachant
Le Pool d'électricité en Grande-Bretagne :
un arrangement institutionnel hybride 87
Electricity Pool of England: Hybrid Form of Governance

Gilbert Abraham-Frois - Françoise Larbre
La diffusion de la théorie générale dans le milieu
universitaire français : retard ou spécificité ? 109
The Diffusion of the General Theory in the French
Academic Milieu: A Case of Belatedness or a Special Case?

INFORMATIONS

Appel à communication : mondialisation et politiques économiques : les marges de manœuvre 128

LIVRES REÇUS 129