

Trésorerie et politique financière des entreprises

Henri Koulayom

▶ **To cite this version:**

Henri Koulayom. Trésorerie et politique financière des entreprises. Revue Banque, 1996, No 575 (p.54-56.), pp.RB. halshs-01147837

HAL Id: halshs-01147837
https://shs.hal.science/halshs-01147837

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.

Trésorerie et politique financière des entreprises

Henri Koulayom
Chargé de mission
Direction générale
du crédit
Banque de France



Signe de bonnes performances financières, les placements financiers à court terme des entreprises ne permettent pas néanmoins de déduire des comportements types d'investissement, de profil de risque ou de gestion des relations bancaires.

Les dix dernières années se caractérisent, pour les entreprises, par un accroissement des actifs financiers mais cette augmentation des excédents de financement n'entraîne pas nécessairement un desserrement de la contrainte financière. Le lien entre la trésorerie et la politique financière des sociétés confirme la variété des interactions entre le comportement de détention de trésorerie, d'une part, et les fonctions de l'entreprise (production, répartition, investissement, financement), d'autre part. Plus simplement, peut-on concevoir qu'une firme industrielle se constitue une masse de trésorerie importante en sus de ce qui est nécessaire pour financer ses activités courantes dans le cas où elle pourrait trouver une meilleure utilisation de ces fonds par l'investissement en actifs productifs, par la distribution de dividendes ou par le remboursement anticipé de ses dettes ?

L'analyse qui suit s'appuie sur les données de la centrale de bilans de la Banque de France représentatives des entreprises des secteurs de l'industrie entre 1988 et 1994.

Plus d'un tiers des entreprises ont une trésorerie substantielle

Nous définissons la trésorerie comme le total des disponibilités et des valeurs mobilières de placement (VMP). Notre définition exclut ainsi certains actifs réalisables (comptes courants d'associés, créances rattachées à des participations, actifs hors exploitation susceptibles d'être cédés...) qui se rattachent à la fonction exploitation ou qui se prêtent difficilement à une mobilisation rapide sans perte de valeur.

Nous distinguons deux types d'entreprises : celles qui détiennent des valeurs mobilières de placement sont qualifiées de «trésorières», les autres de «non trésorières». Les premières valorisent leurs encaisses en acquérant des actifs de trésorerie productifs d'intérêts pour éviter de supporter, le cas échéant, un coût de détention trop élevé. Ces titres présentent en effet des caractéristiques de rémunération positive et de liquidité importante. Leur essor a coïncidé avec une réallocation des portefeuilles financiers, en faveur notamment des titres de placement à court terme, en liaison avec l'inversion de la courbe de la structure des taux intervenue après 1988. La trésorerie est devenue une variable stratégique. Les secondes ne détiennent pas de VMP ; leur trésorerie est composée uniquement de disponibilités.

L'analyse d'un échantillon non constant des entreprises adhérentes à la centrale de bilans entre 1988 et 1994 montre que plus d'un tiers entre dans la catégorie des firmes trésorières ❶. Le fait majeur de cette période est la concentration du volume global de la trésorerie au sein de cette minorité d'entreprises dont le nombre semble en légère augmentation année après année. Abstraction faite des motifs de détention de trésorerie : transaction, précaution, spéculation ou financement, le seuil de détention (disponibilités et VMP) plus élevé atteint par les trésorières, suggère que celles-ci détiennent structurellement des ressources en excès ❷. Dès lors, la persistance d'un tel comportement ne relève

❶ Échantillon

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Non trésorières	7 521	8 023	8 458	8 663	8 534	9 959	9 840
Trésorières	3 505	3 843	4 171	4 483	4 685	5 445	5 435
Ensemble	11 026	11 866	12 629	13 146	13 219	15 404	15 275

Source : Banque de France - Centrale de bilans.

❷ Moyenne des taux de trésorerie par rapport à l'actif total

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Non trésorières	3,71	3,57	3,48	3.30	3.21	3,48	3,65
Trésorières	11,14	11,46	11,91	12,26	12,48	12,66	12,92
Ensemble	6,07	6,12	6,26	6,36	6,49	6,73	6,95

Source : Banque de France - Centrale de bilans.

plus d'un motif quelconque de détention mais d'une stratégie «volontariste». Au total, les trésorières ont un taux de trésorerie par rapport à l'actif total (de 11,14 à 12,92 %) beaucoup plus important que celui des non-trésorières (de 3,71 à 3,65 %).

Secteur d'activité, taille et trésorerie des entreprises

Le comportement en matière de trésorerie semble moins lié aux besoins spécifiques de liquidités nécessités par chaque secteur d'activité qu'à la stratégie financière développée par les entreprises. L'analyse sectorielle est réalisée au travers de deux nomenclatures (NAP de 1988 à 1992 et NAF de 1993 à 1994). Certes, les industries des biens d'équipement professionnels affichent les taux de trésorerie les plus élevés ❸. Cependant, contrairement à ce qu'avancent de nombreuses études empiriques, à ce niveau d'analyse, l'examen des secteurs ne permet pas de conclure définitivement à l'existence d'un effet sectoriel.

La détention de trésorerie dépend généralement de la taille de l'entreprise. Ceci est vérifié en montants absolus. En termes relatifs, il semble toutefois que les entreprises ayant moins de 1 000 salariés soient désormais plus trésorières que les plus grandes ❹. Cette observation s'affirme dans le temps avec des écarts de taux de détention croissants entre les deux sous-populations. Ces résultats appellent deux remarques. D'une part, l'existence d'actifs financiers n'est pas réservée aux entreprises de grande taille disposant d'un département spécialisé de trésorerie. D'autre part, le rapport de près de 1 pour 2 entre les deux classes de taille illustre une contrainte de liquidité plus forte pesant sur les PME-PMI ; la trésorerie peut jouer dans ce cas un rôle d'atténuation des risques d'illiquidité ou alors être un facteur de dynamisme permettant de saisir des opportunités d'investissement sans dépendre du processus, parfois long, d'instruction d'une demande de prêt d'équipement.

Les trésorières ont de meilleures performances financières

Les résultats empiriques obtenus avec les données de la centrale de bilans de la Banque de France montrent que les trésorières qui placent une partie de leur trésorerie en VMP se caractérisent par de meilleures performances financières que les autres firmes ❻.

❸ Taux de trésorerie par rapport à l'actif total de 1988 à 1994

par industrie (moyenne)

En %	1988*	1989 (ns)	1990*	1991*	1992*	1993*	1994*
Agricoles et alimentaires	6	5,74	6.04	5,96	6,02	6,99	7,19
• non trésorières	4,12	3,87	3,89	3,52	3,55	3,96	3,91
• trésorières	10,03	10,09	10,85	11,23	11,03	12,44	13,04
Biens intermédiaires	5,52	5,89	6,08	6,30	6,39	6,13	6,30
• non trésorières	3,45	3,45	3,24	3,15	2,98	3,12	3,30
• trésorières	10,14	11,04	11,84	12,08	12,40	12,10	12,22
Biens de consommation courante	6,23	6,10	6,17	6,22	6,49	7,15	7,58
• non trésorières	3,81	3,52	3,47	3,38	3,27	3,73	3,91
• trésorières	11,56	11,58	11,86	12,05	12,50	13,12	13,67
Biens d'équipement professionnels	6,67	6,83	6,92	7,03	7,09		
• non trésorières	3,62	3,61	3,68	3,41	3,36		
• trésorières	12,56	12,78	12,66	13,36	13,26		
Biens d'équipement ménagers	5,34	5,69	5,73	5,38	5,82	7,58	7,66
• non trésorières	3,82	3,52	3,49	3,03	2,79	3,83	4,01
• trésorières	8,82	10,31	10,34	10,28	13,71	13,57	13,60
Automobile	6,43	5,93	5,71	5,39	5,44	5,38	6,20
• non trésorières	3,94	3,89	3,05	2,57	2,43	2,81	3,89
• trésorières	11,96	10,63	11,84	12,35	12,26	11,19	11,21
• Ensemble	6,07	6,12	6,26	6,36	6,49	6,73	6,95

Source : Banque de France - Centrale de bilans.
* Différence de moyenne statistiquement significative au seuil de 5 % entre les secteurs.
(ns) : différence de moyenne non significative au seuil de 5 % entre les secteurs.

❹ Taux de trésorerie par rapport à l'actif total en fonction de la taille

(moyenne)	1988*	1989*	1990*	1991*	1992*	1993*	1994*
PME-PMI	6,13	6,18	6,32	6,43	6,57	6,78	6,99
• non trésorières	3,75	3,60	3,51	3,34	3,24	3,50	3,68
• trésorières	11,35	11,67	12,12	12,49	12,69	12,81	13,04
Grandes entreprises	4,21	4,03	4,14	3,67	3,70	4,19	4,76
• non trésorières	2,10	2,35	2,10	1,87	1,73	1,76	2,13
• trésorières	6,66	6,11	6,56	5,87	6,24	7,31	8,25
• Ensemble	6,07	6,12	6,26	6,36	6,49	6,73	6,95

Source : Banque de France – Centrale de bilans (données au 31.12.1994).
PME-PMI : effectifs<1000 salariés ; GE : effectifs>1000 salariés ;
rapport de près de 1 pour 31 entre les deux.
* Différence statistiquement significative au seuil de 5 % entre les tailles.
(ns) : différence non significative au seuil de 5 % entre les tailles.

D'après le tableau ❺, il existe dans l'ensemble une corrélation positive entre le taux de trésorerie et la rentabilité brute d'exploitation, une corrélation positive entre le taux de trésorerie et le taux d'autofinancement et une corrélation négative entre le taux de trésorerie et les ratios de financement (poids des intérêts, taux d'endettement et poids du besoin en fonds de roulement). Ces résultats confirment tout d'abord que la détention de trésorerie est un indice de la capacité passée à créer de la richesse. En effet, deux processus peuvent être à l'origine de l'accumulation d'excédents de trésorerie :

- la génération de marges élevées, favorisant la réalisation de bénéfices, lesquels ne sont pas distribués mais, au moins temporairement, laissés à la disposition de l'entreprise ;
- l'une n'étant pas exclusive de l'autre, l'aptitude à transformer en trésorerie ces performances par une gestion efficace des besoins en fonds de roulement.

Dans cette perspective, une trésorerie élevée serait l'apanage d'entreprises qui développent des activités rentables, qui gèrent de manière optimale leur cycle d'exploitation et qui peuvent conserver leur trésorerie en évitant des distributions trop généreuses. Cette interprétation doit être complétée en appréciant le poids des charges financières dans les deux sous-populations. Le poids relativement plus faible des charges financières chez les trésorières montre qu'elles sont aussi les moins endettées.

Le profil de risque des trésorières n'est pas nécessairement favorable

Deux approches conduisent à cette conclusion ❻. Du point de vue du risque de défaillance, une segmentation des entreprises en fonction de la valeur de leur score Banque de France

❺ Corrélation entre le taux de trésorerie et différents ratios financiers

Ratios (%)	Rentabilité brute d'exploitation*	Poids des frais financiers*	Taux d'endettement*	Taux d'autofinance*	Poids des BFR*	Taux d'investissement*
Non trésorières	positive	négative	négative	positive	négative	négative
Trésorières	positive	négative	négative	positive	négative	négative

* Coefficients statistiquement significatifs au seuil de 5 % sur la période 1988-1994.

Source : Banque de France - Centrale de bilans.

❻ Caractéristiques de la situation financière des entreprises selon trois typologies

Type d'entreprise	Effectifs	Score	Tx de trésor.	Tx de rentab.	Poids fr. fin.	Tx endet.(m)	Tx autofin.	Poids BFR	Tx invest.(m)
Non trésorières à billets de trésorerie	138	0,35	1,96	11,92	56,61	71,10	9,73	111,01	16,10
Trésorières à billets de trésorerie	102	0,5	4,95	10,09	42,72	58,18	31,09	87,53	15,32
Entreprises à billets de trésorerie	240	0,41	3,23	11,14	52,05	65,61	18,81	101,03	15,77
Non trésorières à score favorable	43 537	1	3,96	17,67	26,95	66,79	51,74	72,15	14,41
Trésorières à score favorable	26 779	1,44	12,87	19,92	16,65	40,26	73,82	60,69	13,21
Non trésorières à score défavorable	12 661	-1,38	2,34	6,43	138,37	103,11	-72,09	77,09	12,25
Trésorières à score défavorable	3 699	-1,35	9,19	7,03	130,40	61,75	-61,94	76,06	12,37
Non trésorières à score intermédiaire	4 800	-0,04	2,17	16,33	49,71	112,25	13,97	73,41	9,45
Trésorières à score intermédiaire	1 089	-0,04	6,07	14,67	54,22	86,80	10,81	70,87	10
Non trésorières à trésorerie nette négative	43 270	0,25	1,73	13,96	57,11	93,75	12,70	81,30	13,80
Trésorières à trésorerie nette négative	8 566	0,37	2,83	13,40	55,28	83,21	18,73	87,97	13,92
Non trésorières à trésorerie nette positive	17 728	0,93	7,75	18,33	28,83	39,24	48,37	53,69	13
Trésorières à trésorerie nette positive	23 001	1,39	15,70	20,03	19,77	29,92	69,52	53,49	12,66
Non trésorières	60 998	0,45	3,48	15,23	48,83	77,91	23,07	73,28	13,57
Trésorières	31 567	1,11	12,21	18,23	29,24	44,38	55,73	62,84	13,00
Ensemble	92 565	0,67	6,46	16,25	42,08	66,47	34,21	69,72	13,37

Source : Banque de France - Centrale de bilans.
Tous les ratios sont des moyennes sur sept ans (entre 1988 et 1994).

montre que la qualité de «trésorière» n'est pas nécessairement liée à un score favorable. Ainsi, l'analyse du taux de trésorerie moyen sur sept ans de l'échantillon montre la coexistence, parmi les entreprises dont la valeur du score indique la plus forte probabilité de défaillance, de non trésorières à score défavorable (taux de trésorerie moyen = 2,34 %) et de trésorières à score défavorable (taux de trésorerie moyen = 9,19 %).

La sous-population particulière des trésorières à trésorerie nette négative regroupe celles dont le taux de détention des VMP est significatif, mais dont les concours bancaires courants excèdent le total «VMP plus disponibilités». Cette sous-population a un profil financier très proche de la population des non-trésorières. Elle s'en distingue essentiellement par un poids plus lourd des besoins en fonds de roulement. L'existence d'entreprises de ce type rappelle que la présence d'une trésorerie «actif» ne doit pas amener à conclure à l'absence de contraintes de gestion du cycle d'exploitation.

En fin de compte, la réussite de chaque entreprise réside principalement dans la maîtrise de son métier et la cohérence de sa stratégie financière ; c'est ensuite que d'autres facteurs d'accentuation tels que la stratégie de détention de VMP peuvent intervenir.

Dans un autre ordre d'idée, le risque d'illiquidité ne semble pas être associé à un faible niveau de trésorerie. Les entreprises émettant des billets de trésorerie sont moins soumises au risque de rupture de liquidité que les autres firmes en raison d'une plus grande flexibilité. Nous constatons par ailleurs qu'elles détiennent un taux de trésorerie très faible. Cette dernière observation semble confirmer le fait que leur accès plus rapide aux marchés financiers leur procure un avantage par rapport aux autres entreprises de même taille qui n'ont pas cette possibilité.

Les liens entre la trésorerie et l'investissement sont complexes

En tant qu'élément de la stratégie financière, la trésorerie constitue un moyen de défense contre les aléas et une arme d'attaque pour saisir des opportunités. La corrélation entre le taux d'investissement et le taux de trésorerie est faible pour les trésorières comme pour les non trésorières ❺. Le lien entre la trésorerie et l'investissement, s'il existe, n'est pas direct et ne peut être apprécié par une simple partition de la population des entreprises entre des groupes affectés de comportements différents en matière de détention. Les trésorières et les non-trésorières peuvent en effet avoir des taux de trésorerie significativement différents, même si elles ont des taux d'investissement comparables ❻. Mais, les entreprises émettant des billets de trésorerie représentent un cas atypique puisqu'elles réalisent les taux d'investissement les plus élevés.

En définitive, les données de cette étude ne permettent pas de vérifier si les placements chassent les investissements productifs. Les résultats obtenus permettent essentiellement par la mise en évidence des profils variés d'entreprises, de souligner que les profils de détention de trésorerie reflètent aussi les mutations structurelles des entreprises françaises dans les années 1990. ■

Cet article est issu d'un travail de recherche réalisé dans le cadre d'une convention entre le laboratoire Cereg de l'université de Paris-Dauphine, et la direction générale du crédit de la Banque de France, sous la direction du professeur Elie Cohen, université de Paris-Dauphine et de Gérard Granboulan, Banque de France-SMADF. Les jugements et opinions exprimés ici n'engagent que l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position de ses organismes d'appartenance.