

## ANALYSE

# POURQUOI LES ENTREPRISES DÉTIENNENT AUTANT DE TRÉSORERIE

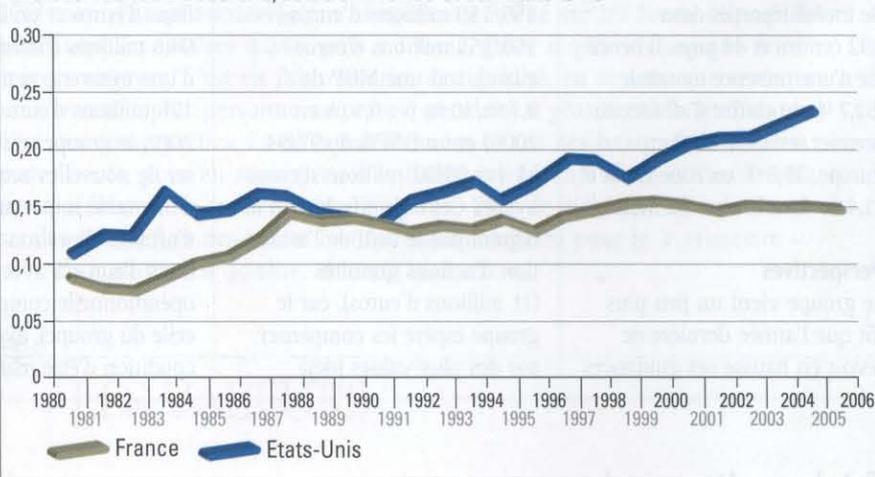
Par **EDITH GINGLINGER**  
professeur, Centre de recherche  
sur la gestion (Cereg), université  
Paris-Dauphine

La trésorerie des entreprises françaises cotées est passée en moyenne de 8 % à 15 % des actifs totaux entre 1980 à 2005. Aux Etats-Unis, la croissance de ce ratio sur la même période a été encore plus importante, faisant plus que doubler de 10,5 % à 24 % (voir graphique). Alors que le ratio moyen de trésorerie est resté stable pour les entreprises françaises depuis la fin des années 1990, il a continué de croître fortement pour les entreprises américaines. Microsoft détenait par exemple plus de 30 milliards de cash en 2006. Le groupe Danone détenait près de 3 milliards d'euros de trésorerie fin 2005, représentant 18 % de ses actifs totaux. Cette augmentation moyenne de la trésorerie détenue peut paraître paradoxale. En effet, les techniques de gestion de trésorerie n'ont jamais été aussi sophistiquées, et le motif de précaution, traditionnellement avancé pour expliquer la détention de trésorerie, devrait s'estomper. De plus, le niveau de la trésorerie conduit à des dettes nettes moyennes négatives : si elles l'avaient voulu, en moyenne, les entreprises auraient pu rembourser l'intégralité de leurs dettes financières.

Trois explications peuvent être avancées pour comprendre cette croissance de la trésorerie moyenne détenue par les entreprises : le risque de leur activité, la réduction des actifs circulants et la baisse des investissements.

Ces trois raisons valent en particulier pour les firmes contraintes financièrement, c'est-à-dire celles pour lesquelles l'accès au financement par capitaux propres est limité (entreprises familiales pour lesquelles le groupe familial souhaite conserver le contrôle, entreprises récemment introduites en bourse et de façon générale, celles qui auraient du mal à procéder à une augmentation de capital).

Evolution du ratio trésorerie/actifs en France et aux Etats-Unis



La première explication de la détention de trésorerie a trait au risque des entreprises. Plus les cash-flows de la firme sont risqués, et donc fluctuants, et plus, elle sera amenée à détenir de trésorerie, afin de faire face à ses obligations, et ce sera le cas en particulier si elle ne dispose pas d'actifs aisés à transformer en liquidités. Or la volatilité moyenne des cash-flows de l'industrie américaine est passée de 7 % dans les années 1980 à 16 % dans les années 2000, expliquant une bonne part de l'accroissement de trésorerie. Cette augmentation de la volatilité des cash-flows est à rapprocher de l'augmentation du risque idiosyncratique, très largement mise en évidence dans les recherches financières récentes. De même, les firmes qui ont des dépenses de recherche et développement importantes (et elles sont de plus en plus nombreuses) ou celles qui se sont introduites en bourse durant les cinq dernières années détiennent plus de trésorerie. On observe que, parallèlement au développement des techniques de couverture des risques et des produits dérivés, les firmes choisissent de détenir de la trésorerie pour faire face à certains de leurs risques. Le motif de précaution continue ainsi d'être la

première raison de l'existence d'une trésorerie importante.

La seconde raison tient à la réduction des actifs circulants. Les entreprises détiennent beaucoup moins de stocks ou de créances clients qu'il y a 25 ans. Le fait de ne pas avoir, ou d'avoir peu d'actifs aisément transformables en liquidités les amène à détenir plus de trésorerie directe.

La troisième raison qui justifie la détention de trésorerie est liée aux investissements. Les cash-flows futurs étant incertains, détenir de la trésorerie ou des capacités d'endettement inutilisées ne sont pas des solutions équivalentes pour une firme contrainte financièrement. En particulier, la trésorerie permet de saisir les opportunités d'investissement se présentant au cours de périodes futures durant lesquelles les cash-flows sont limités. En effet, en présence de cash-flows faibles, il n'est pas évident qu'une capacité d'endettement puisse être mobilisée aussi aisément qu'en période de cash-flows élevés. Détenir de la trésorerie permet alors de saisir les options d'investissement se présentant, sans avoir à se préoccuper des possibilités de financement à cette date. ■