



**HAL**  
open science

## La décision de détention d'actifs liquides : motivations et conséquences : le cas des entreprises cotées au SBF 250

Mohammed Adil El Ouazzani

### ► To cite this version:

Mohammed Adil El Ouazzani. La décision de détention d'actifs liquides : motivations et conséquences : le cas des entreprises cotées au SBF 250. Gestion et management. Université de Bordeaux, 2014. Français. NNT : 2014BORD0041 . tel-01140089

**HAL Id: tel-01140089**

**<https://theses.hal.science/tel-01140089>**

Submitted on 7 Apr 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.

THÈSE PRÉSENTÉE POUR OBTENIR LE GRADE DE

**DOCTEUR DE**

**L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX**

ÉCOLE DOCTORALE ENTREPRISE, ÉCONOMIE, SOCIÉTÉ (E.D.42)

DOCTORAT ÈS SCIENCES DE GESTION

Par Mohammed Adil EL OUAZZANI

**LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES :  
MOTIVATIONS ET CONSEQUENCES**

Le cas des entreprises cotées au SBF 250

Sous la direction de Monsieur Gérard HIRIGOYEN, Professeur

Soutenue le 28 avril 2014

Membres du jury :

Monsieur Pierre BATTEAU, Professeur à l'Université d'Aix-Marseille  
Madame Joanne HAMET, Professeur à l'Université de Bordeaux  
Monsieur Gérard HIRIGOYEN, Professeur à l'Université de Bordeaux  
Monsieur Roland PEREZ, Professeur à l'Université Montpellier 1

rapporteur  
examinatrice  
directeur de thèse  
rapporteur

## **Titre : La décision de détention d'actifs liquides : Motivations et conséquences**

### **Résumé :**

La décision de détention d'actifs liquides par les entreprises a fait l'objet de rares recherches. Pourtant, les entreprises françaises détiennent des niveaux importants de liquidités parmi leurs actifs. Ce travail vise à étudier théoriquement et empiriquement les motivations et les conséquences de la décision de détention d'actifs liquides par les entreprises.

La première partie de la thèse a pour objectif d'établir un état de l'art des théories explicatives du comportement accumulateur de liquidités des entreprises. La deuxième partie cherche à tester empiriquement ces théories sur un échantillon de 202 entreprises françaises cotées au SBF 250. Il s'agit, d'un côté, de vérifier s'il existe un niveau optimal d'actifs liquides, de présenter les différents avantages et inconvénients de la détention de liquidités et de déterminer quels facteurs intrinsèques (financiers et organisationnels) et macro-économiques influencent le niveau de liquidités, et d'un autre côté, d'estimer l'impact des actifs liquides sur l'investissement, la performance économique et financière ainsi que sur la valeur de marché de l'entreprise. Le traitement de ces deux questions est articulé autour de l'étude des rôles modérateurs des contraintes de financement, de la gouvernance d'entreprise et des conditions macroéconomiques.

### **Mots clés :**

Détention d'actifs liquides, gestion de la trésorerie, politique financière, investissement, contraintes de financement, gouvernance d'entreprise, théorie de l'arbitrage, théorie du financement hiérarchique, théorie du free cash-flow.

---

## **Title : Corporate cash holdings: motivations and implications**

### **Abstract :**

The topic of corporate cash holdings has received relatively little attention from the academic researchers. Yet, French firms hold significant cash reserves. This research aims to investigate, theoretically and empirically, the motivations and implications of the decision to hold cash.

The first part of the thesis aims to provide a state of the art of the theories explaining corporate cash holding behavior. The second part seeks to empirically test these theories on a sample of 202 French companies listed on the SBF 250. We first test the existence of an optimal level of liquid assets. We subsequently explore the advantages and disadvantages of holding cash before we examine the specific (financial and organizational) and macro-economic determinants of corporate cash levels. Finally, we estimate the impact of liquid assets on firms' investment, performance and value and then we analyze the moderating roles of financial constraints, corporate governance and macroeconomic conditions.

### **Keywords :**

Cash holdings, cash management, financial policy, investments, financial constraints, corporate governance, trade-of theory, pecking order theory, free cash flow theory.

---

## **Unité de recherche**

Institut de Recherche en Gestion des Organisations (**IRGO**) (**EA 4190**)  
Pôle Universitaire des Sciences de Gestion - Université de Bordeaux  
35, avenue Abadie CS 51412, 33072 Bordeaux, France.

L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Celles-ci doivent être considérées comme propres à leur auteur.

---

## REMERCIEMENTS

---

Je tiens à exprimer ma sincère gratitude à mon Professeur Monsieur Gérard Hirigoyen pour sa bienveillance, sa confiance et ses encouragements pendant toutes ces années de thèse. Ses précieux conseils et la qualité de son encadrement m'ont permis non seulement de m'adapter aux conditions de travail mais de développer également mes capacités de recherche scientifique, d'analyse et de rigueur méthodologique.

J'adresse mes sincères remerciements aux membres du jury, les Professeurs Pierre Batteau, Joanne Hamet et Roland Perez, pour l'honneur qu'ils me font d'évaluer et de valoriser mon travail.

Je souhaite également présenter mes remerciements à l'ensemble des enseignants du DEA « Sciences de Gestion » de l'IAE de Bordeaux, tous mes professeurs, collègues et amis de l'Institut de Recherche en Gestion des Organisations, en particulier les membres de l'équipe entreprises familiales pour leur aide et leur soutien. Ma pensée va tout aussi bien à l'ensemble du personnel du Pôle Universitaire en Sciences de Gestion et de l'Université de Bordeaux qui m'ont aidé chacun à sa manière attentionnée.

Je remercie les responsables de l'Université de Bordeaux pour la confiance qu'ils m'ont témoignée en m'offrant la possibilité d'enseigner durant mes années de thèse. Cette expérience pédagogique a été très enrichissante et stimulante. Je remercie tout particulièrement mes collègues et amis de l'IUT Tech de Co pour leur accueil chaleureux qui a facilité mon intégration dans l'équipe pédagogique.

Je remercie également toutes les personnes qui ont participé à mes investigations de terrain et qui m'ont accordé leur temps et leur patience.

Enfin, cette thèse est dédiée à mes parents. Sans leur soutien indéfectible, ce travail n'aurait jamais pu voir le jour.

---

# SOMMAIRE

---

<b>REMERCIEMENTS</b> .....	<b>4</b>
<b>SOMMAIRE</b> .....	<b>5</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE</b> .....	<b>6</b>
<b>PARTIE I : LES MOTIVATIONS ET LES CONSEQUENCES DE LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES : APPROCHE THEORIQUE</b> .....	<b>24</b>
<b>CHAPITRE 1 : APPORTS DE LA FINANCE ORGANISATIONNELLE A LA COMPREHENSION DE LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES</b> .....	<b>25</b>
<i>Section I : Le dépassement des hypothèses de la théorie financière néoclassique</i> .....	<b>26</b>
<i>Section II : La détention d'actifs liquides : Une décision rationnelle et créatrice de valeur</i> .....	<b>44</b>
<i>Section III- La détention d'actifs liquides : Une décision irrationnelle, opportuniste et destructrice de valeur</i> .....	<b>76</b>
<b>CHAPITRE 2 : LA THEORIE DU FREE CASH-FLOW : LA FACE SOMBRE DES ACTIFS LIQUIDES</b> .....	<b>85</b>
<i>Section I- Le risque de surinvestissement lié à l'accumulation du free cash-flow</i> .....	<b>86</b>
<i>Section II – Le contrôle du niveau et de l'affectation du cash-flow par les actionnaires</i> .....	<b>99</b>
<i>Section III- Critiques de la théorie du free cash-flow</i> .....	<b>137</b>
<b>PARTIE II : LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES : UNE ETUDE SUR DONNEES DE PANEL FRANÇAISES</b> .....	<b>151</b>
<b>CHAPITRE 3 : LES FACTEURS EXPLICATIFS DE LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES</b> .....	<b>152</b>
<i>Section I – Méthodologie de l'étude et justification des modèles, des variables et des hypothèses</i> .....	<b>154</b>
<i>Section II - Présentation et discussion des résultats</i> .....	<b>185</b>
<b>CHAPITRE 4 : LES IMPLICATIONS DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES SUR L'INVESTISSEMENT, LA PERFORMANCE ET LA VALEUR</b> .....	<b>225</b>
<i>Section I - L'impact de la détention d'actifs liquides sur l'investissement</i> .....	<b>226</b>
<i>Section II - L'impact de la détention d'actifs liquides sur la performance de l'entreprise</i> .....	<b>242</b>
<i>Section III - L'impact des actifs liquides sur la valeur de marché des entreprises</i> .....	<b>251</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	<b>274</b>
<b>REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES</b> .....	<b>287</b>
<b>TABLE DES MATIERES</b> .....	<b>321</b>
<b>TABLE DES FIGURES</b> .....	<b>326</b>
<b>TABLE DES TABLEAUX</b> .....	<b>327</b>
<b>ANNEXES</b> .....	<b>329</b>

---

## INTRODUCTION GENERALE

Délaissée par les théoriciens sans l'avoir résolue, la question de la détention liquide se trouve depuis quelques années parmi l'une des problématiques majeures revisitée par un nombre important de chercheurs en finance qui se sont tous d'une manière ou d'une autre posé les mêmes interrogations : pourquoi les entreprises détiennent-elles des liquidités ? Et quelles sont les conséquences desdites détentions ? La réponse donnée varie selon le point de vue épistémologique et méthodologique adopté respectivement par les différents théoriciens.

### *La théorie de la non-pertinence de la structure du capital*

Selon la théorie financière néoclassique, cette question n'est pas pertinente. En effet, dans le monde sans frictions de Modigliani et Miller (1958), la décision d'investissement est séparée de la décision de financement. L'entreprise peut évaluer ses opportunités d'investissement sans se soucier de leurs modes de financement en raison de sa capacité à lever des fonds sur le marché financier qui connaît parfaitement sa valeur ainsi que ses opportunités d'investissement à s'endetter ou encore à vendre, sans coûts, des actifs sur le marché. La théorie financière recommande donc à l'entreprise d'entreprendre tout investissement créateur de valeur sans se préoccuper de la source interne ou externe de son financement. Autrement dit, sa structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de l'entreprise. Celle-ci est exclusivement définie par la valeur actuelle des flux de trésorerie provenant de ses investissements passés, présents et futurs. Les managers peuvent évaluer leurs projets d'investissements en considérant que l'entreprise est déjà en possession des liquidités nécessaires pour les financer.

*“(...) the capital structure of a firm is a matter of indifference; and that, consequently, one of the core problems of corporate finance – the problem of the optimal capital structure for a firm – is no problem at all” (Modigliani et Miller, 1958, p. 291)*

Tout porte à croire que dans le monde de la finance néoclassique, toute détention d'actifs liquides serait inutile. Les entreprises, n'ayant aucun intérêt (ni aucun coût) à se constituer de tels portefeuilles, devraient soit investir toute somme d'argent excédentaire dans des projets rentables soit la distribuer aux actionnaires (rachat d'actions ou distribution de dividendes).

Le rôle attribué à la décision d'investissement en actifs liquides par la théorie financière s'avère ainsi très limité. Elle est traitée seulement comme la contrepartie de la politique de dividendes des entreprises après financement des projets d'investissement. Par conséquent, elle est considérée comme le résidu d'autres décisions financières (investissement, financement et distribution) (Charreaux 2002). En fait, comme le précisent DeAngelo et DeAngelo (2007), la théorie de Miller et Modigliani (1958) repose sur une hypothèse non explicitée selon laquelle 100% des excès de liquidités sont automatiquement distribués aux actionnaires.

Cette première donne, faisant état de l'inexistence de place pour les actifs liquides au sein de la théorie financière néoclassique, gagnerait à être contextualisée. En effet, les chercheurs s'accordent généralement pour dire que la théorie financière est née en 1958. Cette date est cruciale : il s'agit de la publication de l'article fondateur de Franco Modigliani et Merton Miller "*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*" dans l'*American Economic Review*. Article qui, pour la première fois, montre que des auteurs en finance adoptent une méthodologie scientifique : formuler des hypothèses, modéliser ces hypothèses et analyser leurs implications afin d'en tirer des propositions vérifiables empiriquement sur le terrain à l'aide des méthodes statistiques (Hirigoyen 1992).

Les hypothèses du modèle de Modigliani et Miller (1958), considérées comme la pierre angulaire de la finance néoclassique, se résument comme suit (Cobbaut 1997):

- Les agents ont un comportement parfaitement rationnel ;
- Les investisseurs n'ont pas d'influence individuelle sur le marché ;
- Il n'existe pas d'asymétrie d'information: les investisseurs ont un accès gratuit et immédiat à toute information nécessaire à l'évaluation des titres d'une société ;
- Il est possible d'emprunter et de prêter sans restrictions au taux d'intérêt sans risque ;
- L'horizon économique porte sur une période pour tous les investisseurs ;
- Les placements sont parfaitement divisibles et liquides et les quantités d'actifs sont fixes et connues ;
- Il n'existe ni taxes ni coûts de transactions ni coûts de faillite ;
- Les investisseurs ont des anticipations homogènes sur les fluctuations du taux d'intérêt.

Dans le cadre des hypothèses fortes de marché parfait, de rationalité des agents et de symétrie de l'information, les dirigeants prennent des décisions visant à maximiser la richesse des actionnaires, c'est-à-dire la valeur boursière des actions de l'entreprise. En vue d'atteindre cet objectif, l'investissement dans un actif n'est envisageable que dans la mesure où sa Valeur Actuelle Nette est positive. Dans ce sens, l'investissement en disponibilités et en valeurs mobilières à court terme est un investissement superflu, puisque dans un marché efficient, la VAN des actifs financiers est nulle. Les actifs étant parfaitement évalués par le marché, le taux de rentabilité est égal au coût du capital. Si cet investissement ne crée pas de la valeur, il ne la détruit pas non plus. L'augmentation de l'investissement en actifs liquides se traduit effectivement non seulement par la diminution de la rentabilité, mais également par une réduction du coût du capital. L'effet sur la valeur est par conséquent nul (Damodaran, 2006).

L'investissement en actifs liquides n'est donc pas intégré par la théorie financière dans l'objectif de maximisation de la valeur (Morris 1983). Les modèles d'évaluation, tel que le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF), se basent sur des hypothèses qui rendent l'investissement non pertinent et inutile. En effet, les hypothèses du MEDAF stipulent que les entreprises ont un recours garanti aux fonds externes sur des marchés financiers parfaits et supposent que les actifs financiers sont évalués sur une seule période à la fin de laquelle les bénéfices sont distribués et la firme liquidée. Il faut en déduire que l'entreprise n'a aucun intérêt à se constituer un portefeuille d'actifs liquides.

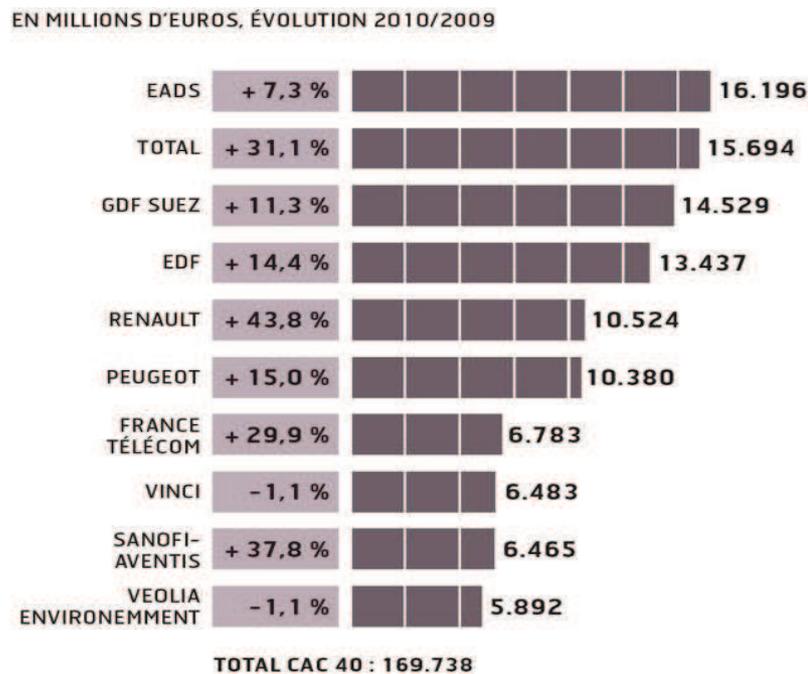
Qu'en est-il justement de la réalité des entreprises françaises?

### *Actualité du sujet*

En réalité, les entreprises françaises détiennent en 2010 une trésorerie record. A elles seules, les entreprises non financières du CAC 40 détiennent près de 170 milliards d'euros d'actifs liquides, en croissance de 12% par rapport à 2009 ; alors que leur endettement net tourne autour de 228 milliards d'euros. Les sociétés moyennes sont également concernées par la tendance à augmenter leurs trésoreries. En effet, 65 % des valeurs moyennes (hors CAC 40) ont augmenté leur trésorerie de plus de 25 % entre 2008 et 2010<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Les Echos n° 20937 du 20 Mai 2011, p. 32.

**FIGURE 1: LES 10 PREMIERES TRESORERIES DU CAC 40**

Source : Les Echos n° 20937 du 20 Mai 2011

Cette tendance n'est pas spécifique aux entreprises françaises : aux Etats-Unis par exemple, les entreprises ont également accumulé de considérables « matelas de cash ». C'est particulièrement le cas des entreprises technologiques du S&P 500 qui ont accumulé un « trésor de guerre » de 335 milliards de dollars soit plus de 27% de leur actif.

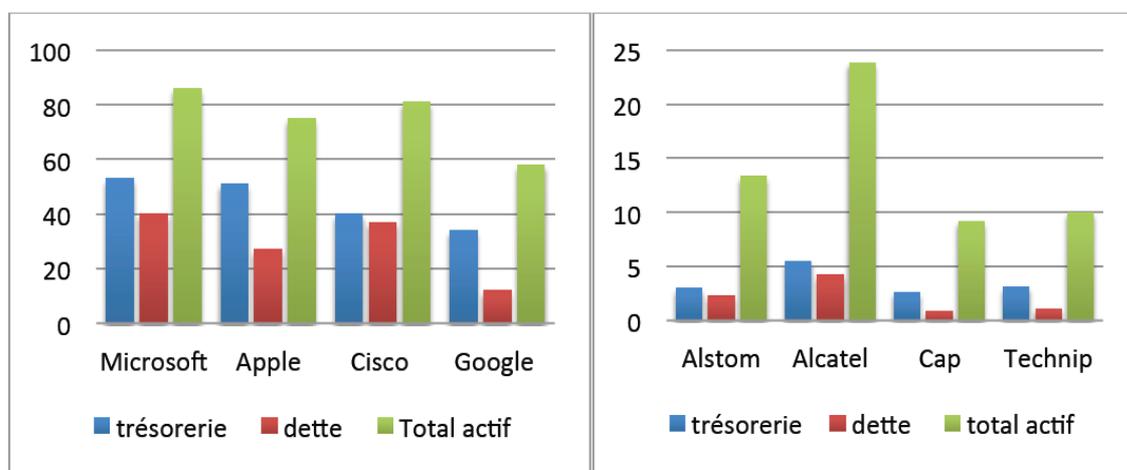
Peut-on transposer l'expression « surabondance de l'épargne » (utilisé par Ben Bernanke, (2005) pour qualifier l'excès de liquidité des pays émergents) au monde des entreprises ? C'est ce que semble confirmer la plupart des études sur le sujet. En 2006, une étude du FMI<sup>2</sup> montre que depuis les années 80, les entreprises des pays du G7 sont passées du statut d'emprunteuses à celui de prêteuses nettes et que leur proportion à épargner était devenue supérieure à celle des ménages.

<sup>2</sup> « Trésorerie à gogo : pourquoi les entreprises épargnent-elles autant ? » in FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2006.

«Les entreprises, qui d'ordinaire empruntent l'épargne des autres pour investir, sont devenues elles-mêmes économes. Même celles dont les bénéfices et les liquidités sont considérables se mettent à thésauriser, à se désendetter ou à racheter leurs propres actions au lieu d'investir purement et simplement.»<sup>3</sup>

Plusieurs entreprises françaises et américaines ont même un niveau de cash qui dépasse leur endettement qui se traduit par une dette négative comme le représente le graphique suivant élaboré à partir des données comptables de ces entreprises:

**FIGURE 2 : DES LIQUIDITES SUPERIEURES A LA DETTE (EN 2010)**



Cet éclairage chiffré témoigne de l'importance et de l'intérêt pratique de la détention d'actifs liquides pour les entreprises. Il apparaît que, contrairement à la théorie de Modigliani et Miller (1958), les entreprises ne distribuent pas 100% des excès de liquidités et constituent au contraire d'importantes réserves d'actifs liquides. Comment donc expliquer un tel écart entre la théorie financière et le comportement réel des entreprises ? Cette question montre également que le thème des investissements étayé par les chiffres constitue un champ d'investigation qui interpelle les chercheurs en finance pour avancer de nouvelles hypothèses de travail.

Pour autant, est-il approprié de dire que la théorie de la neutralité de la structure du capital ne serait pertinente qu'en fonction des hypothèses qui la fondent ? Selon certains critiques, la

<sup>3</sup> David Wessel, *Wall Street Journal*, 21 juillet 2005.

représentation du monde par Modigliani et Miller ne serait qu'une abstraction et personne (et certainement pas Modigliani et Miller) n'affirmerait que le monde réel ressemble à cette représentation (Frank et Goyal 2007). En fait, la théorie de la non pertinence de la structure du capital de Modigliani et Miller (1958) permet seulement de comprendre pourquoi le mode de financement est important sous d'autres conditions, dans le sens où elle détermine dans quels états du monde la structure de financement impacte la valeur de l'entreprise.

Les travaux de Modigliani et Miller représentent un apport théorique scientifique majeur dans la mesure où ils ont incité leurs détracteurs à identifier les hypothèses devant être modifiées ou abandonnées et ouvert les perspectives d'analyse ayant pour objet la description réaliste des décisions financières des entreprises.

Parmi ces perspectives d'analyse, la problématique de l'incapacité de la théorie financière néoclassique à expliquer la détention d'actifs liquides par les entreprises constitue dans le cadre de la présente recherche un intérêt important. Alors, faut-il abandonner les hypothèses néoclassiques ? Ne convient-il pas alors de s'immerger dans la complexité organisationnelle des entreprises ? et, en prenant en ligne de compte les imperfections des marchés, ne serions-nous pas mieux placés pour expliquer les motivations et les conséquences de la détention d'actifs liquides par les entreprises ?

La discussion des hypothèses néoclassiques permettra la mise en évidence de trois principales théories explicatives du comportement réel des entreprises en matière de trésorerie, à savoir : la théorie de l'arbitrage, la théorie du financement hiérarchique et la théorie du free cash-flow.

### *La théorie de l'arbitrage*

En référence à la première théorie explicative, il est important de signaler que Modigliani et Miller ont démarré eux-mêmes ce travail critique en abandonnant une de leurs hypothèses. En 1963<sup>4</sup>, les auteurs ont été amenés à prendre en compte le paramètre de la fiscalité et les économies d'impôts engendrés par la déductibilité des taux d'intérêts de la dette. La valeur de

---

<sup>4</sup> Modigliani F., Miller M (1963) «Corporate income tax and the cost of capital: a correction», American economic review 53, pp. 433-443.

la firme endettée est donc égale à la valeur d'une firme non endettée augmentée par cet avantage fiscal.

$$V_D = V_E + \tau D$$

Avec :  $V_D$  = valeur de la firme endettée  
 $V_E$  = la valeur de la firme financée à 100% par fonds propres  
 $\tau$  = le taux d'imposition  
 $\tau D$  = la valeur actualisée de l'avantage fiscal de la dette

L'entreprise aurait donc intérêt à s'endetter à 100% pour profiter au maximum de l'avantage fiscal de la dette. Cela dit, il existe une limite à cette théorie dans la mesure où la dette augmente le risque de faillite ; ce qui remet en cause l'hypothèse d'absence de coût de faillite. L'entreprise ajuste ainsi sa structure financière en fonction du ratio d'endettement optimal qui maximise sa valeur. Selon la théorie de l'arbitrage qui se situe dans le cadre des théories néoclassiques du calcul marginal, il existe bien une structure du capital optimale déterminée par l'arbitrage entre les avantages et les coûts marginaux de l'endettement.

Les avantages de l'endettement concernent le bénéfice fiscal de la déductibilité des intérêts de la dette ; alors que les inconvénients de la dette sont relatifs aux coûts de détresse financière qui augmentent avec la hausse du niveau d'endettement<sup>5</sup>. La détresse financière entraîne des coûts directs liés aux frais administratifs et judiciaires d'une procédure de faillite et des coûts indirects notamment liés à la perte de crédibilité face à ses partenaires (investisseurs, clients, fournisseurs ... ).

La valeur d'une entreprise endettée est plus élevée que la valeur d'une entreprise financée à 100% par fonds propres.

$$V_D = V_E + \tau D - BC$$

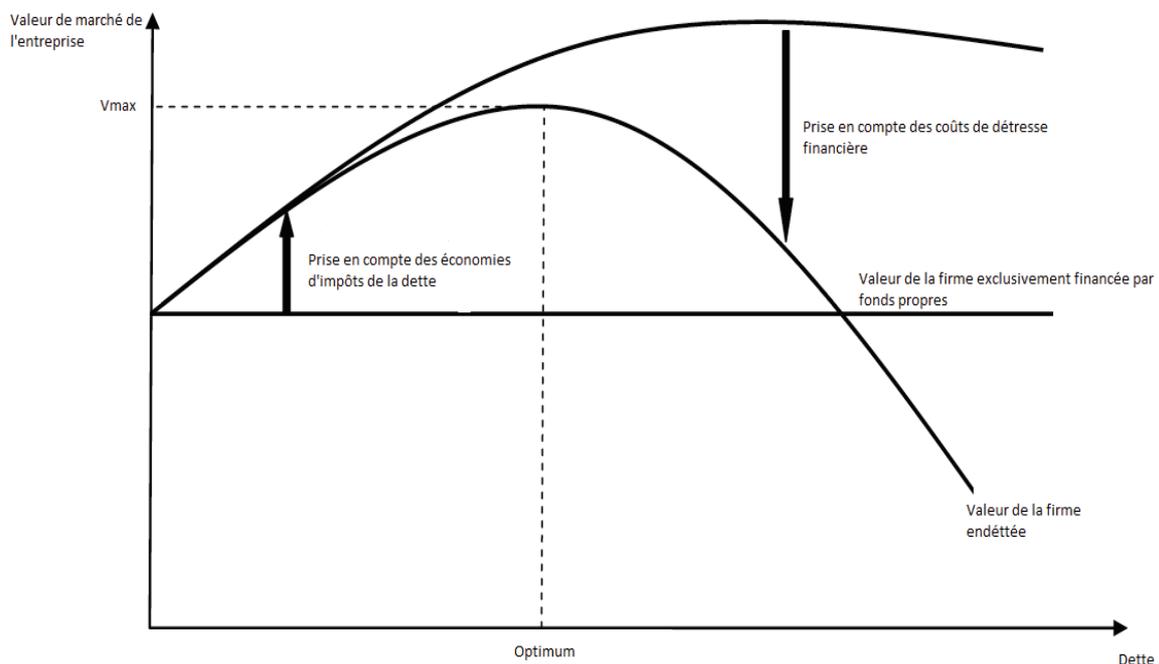
Avec :  $V_D$  = valeur de la firme endettée  
 $V_E$  = la valeur de la firme financée à 100% par fonds propres  
 $\tau$  = le taux d'imposition  
 $\tau D$  = la valeur actualisée de l'avantage fiscal de la dette  
 $BC$  = la valeur actualisée des coûts de faillite

---

<sup>5</sup> Dans une version étendue, la théorie de l'arbitrage prend également en considération les coûts d'agence de l'endettement (Jensen et Meckling 1976).

Si selon la thèse de la non-pertinence de la structure du capital, l'entreprise est indifférente quant à s'endetter à 0% ou à 100%, la théorie de l'arbitrage stipule que la valeur de l'entreprise atteint son maximum au point d'endettement optimal comme le démontre le graphe ci-après. N'étant pas neutre, la structure financière a un impact sur la valeur de l'entreprise.

**FIGURE 3: LA THEORIE DE L'ARBITRAGE DE LA STRUCTURE FINANCIERE**



Source : Myers 1990

Grâce à l'apport fondateur de Keynes (1936) et des modèles de gestion des disponibilités (1952 et Miller et Orr 1966), la théorie de l'arbitrage est allée encore plus dans la critique des hypothèses de la théorie financière. En effet, la remise en cause de l'hypothèse d'absence de coûts de transaction met en évidence, comme pour l'endettement, un niveau optimal de détention d'actifs liquides qui découle de l'arbitrage entre le coût marginal et le bénéfice marginal de la détention d'actifs liquides. Si les actifs liquides permettent d'économiser les coûts de transaction et constituent un « coussin de protection » contre les risques, ils entraînent également un coût d'opportunité du capital dû au faible rendement des actifs liquides.

### La théorie du financement hiérarchique

Contrairement à la théorie de l'arbitrage, la théorie du financement hiérarchique (ou Pecking Order Theory) de Myers et Majluf (1984) considère que la détermination de la structure financière ne se calcule pas à la marge, mais découle de la hiérarchie des préférences des modes de financement ordonnant successivement : l'autofinancement, l'endettement et l'émission de nouvelles actions.

Le recours préférentiel aux sources internes de financement est mis en exergue par la prise en compte de l'asymétrie de l'information pouvant rendre les sources de financement externe coûteuses voire indisponibles, obligeant les entreprises ne disposant pas de liquidités à abandonner des projets rentables et à sous-investir.

Pour économiser les coûts liés au financement externe et pour éviter le problème de sous-investissement, l'entreprise est ainsi incitée à utiliser son cash-flow afin de financer l'ensemble des projets d'investissements rentables à moindre coût, de rembourser ses dettes, de distribuer les dividendes et enfin d'accumuler des actifs liquides. Dans ce sens, il n'existe pas de niveau cible d'actifs liquides qui n'est en fait que le résultat des autres décisions financières (décision d'investissement, de financement et de distribution).

### La théorie du free cash-flow

La troisième théorie mobilisée pour expliquer la détention d'actifs liquides par les entreprises est la théorie du free cash-flow qui met en lumière le rôle actif des dirigeants et leurs propres motivations à détenir des liquidités.

Au vu des hypothèses de la finance néoclassique de symétrie de l'information, de rationalité des individus et d'absence de conflits d'intérêts, les actionnaires peuvent contrôler l'ensemble des actions des dirigeants qui agissent dans le seul but de maximiser la richesse des actionnaires. Le seul inconvénient de la détention d'actifs liquides concerne le coût d'opportunité du capital en raison du faible rendement des liquidités.

La théorie du free cash-flow, quant à elle, a mis en évidence l'opportunisme des dirigeants. Ces derniers possèdent une fonction d'utilité propre qui n'est pas forcément alignée à celle des actionnaires. Il s'en suit que les décisions financières des dirigeants peuvent s'écarter de l'objectif de maximisation de la valeur afin de satisfaire leurs propres intérêts.

En écartant les hypothèses de rationalité des individus, de symétrie de l'information et d'absence de conflits, la théorie du free cash-flow considère la détention d'actifs liquides comme une décision destructrice de la valeur à cause du risque de détournement des liquidités par les dirigeants qui ne poursuivraient que leur propres intérêts. Selon Jensen (1986), les managers seraient incités à détenir des niveaux importants de liquidités afin de pouvoir s'affranchir du contrôle des marchés des capitaux pour financer des projets dont la rentabilité pour les actionnaires n'est pas assurée ou des « gaspillages organisationnels » dont ils seraient les seuls bénéficiaires.

Contrairement à la théorie du financement hiérarchique, la théorie du free cash-flow encourage plutôt les actionnaires à forcer les dirigeants à leur distribuer les excès de liquidités pour éviter le surinvestissement.

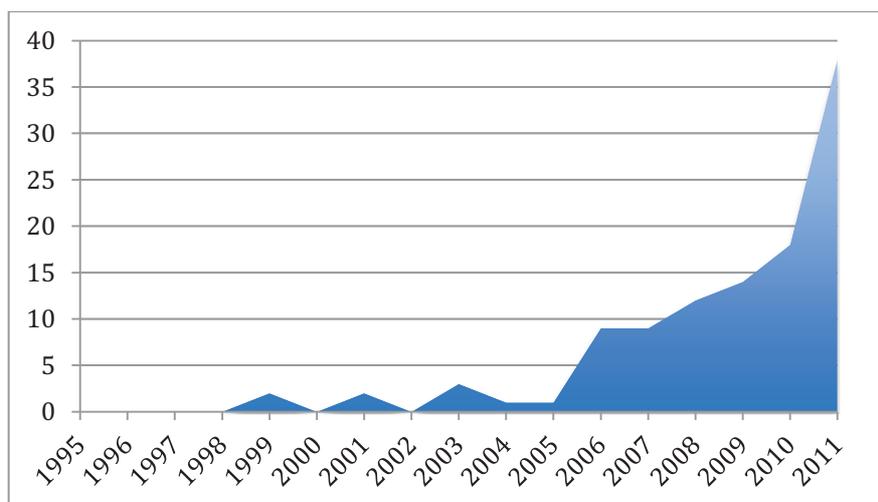
### *Originalité du sujet*

Comme nous venons de le voir, le champ de recherche concernant la détention d'actifs liquides a reçu un faible intérêt de la part des auteurs de la théorie financière. Avant la fin des années 90, les principaux travaux sur le sujet concernent pour l'essentiel quelques études empiriques décrivant les pratiques managériales dans ce domaine de la finance d'entreprise (Jacobs 1960, Gitman et Googwin 1979...).

Compte tenu de la limite de publication d'ouvrages et d'articles sur le sujet, il n'est pas étonnant que la question de la détention d'actifs liquides ait été qualifiée par Morris (1983) de « belle-fille non désirée » de la théorie financière et que la valeur de la liquidité soit classée par Brealey & Myers (2006) parmi les dix problèmes non résolus en finance d'entreprise.

Ce n'est qu'à partir des années 2000 que ce sujet a connu un intérêt croissant de la part des chercheurs scientifiques. Toutefois, il n'existe toujours pas de consensus sur les déterminants et les conséquences de la détention de liquidités. La décision de détention d'actifs liquides constitue donc un champ d'investigation où le débat théorique et surtout empirique n'est pas terminé et où les arguments présentés sont discutables.

**FIGURE 4 : EVOLUTION DU NOMBRE DE PUBLICATIONS D'ARTICLES<sup>6</sup> SUR LE SUJET DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES**



### *Intérêts du sujet*

Les intérêts du sujet sont à la fois théoriques et pratiques :

#### Intérêt théorique

Ce travail de thèse consiste à apporter des éléments nouveaux à la problématique de la décision de détention d'actifs liquides en mobilisant pour cela des théories issues de la finance organisationnelle (théorie des coûts de transaction, de l'asymétrie de l'information, théorie de l'agence,...) et de la finance comportementale (prise en compte des biais comportementaux et cognitifs).

De plus, cette étude se démarque de la plupart des travaux antérieurs par la prise en compte des facteurs contextuels (conditions macro-économiques, coût du financement externe,...) dans l'analyse des déterminants du niveau d'actifs liquides. En effet, la plupart des études empiriques passées se focalisent sur les facteurs financiers intrinsèques aux entreprises et négligent l'impact des facteurs macro-économiques sur le niveau et sur la valeur des actifs liquides.

---

<sup>6</sup> Le graphique recense toutes les publications portant le titre « cash holdings » dans la base de données « Business Source Premier ».

L'accent est également mis sur l'importance des conflits entre actionnaires et dirigeants et sur l'influence des mécanismes de gouvernance sur le niveau, l'utilisation et la valeur des actifs liquides et par conséquent sur la valeur de l'entreprise. De nombreuses études récentes démontrent que la gouvernance d'entreprise agit de manière positive sur la valeur de l'entreprise sans pour autant dire comment cette action se fait. L'intérêt de cette étude est d'apporter des réponses claires à cette problématique.

L'intérêt de ce travail réside également dans la réflexion sur cette logique théorique visant à définir un mécanisme concret par lequel la gouvernance d'entreprise agit sur la valeur d'un actif important de l'entreprise : les actifs liquides.

### Intérêt pratique

Par ce travail, il s'agira de contribuer d'abord à une meilleure connaissance du comportement des entreprises françaises en matière de trésorerie ainsi que leurs grandes tendances; puis à mieux cerner les objectifs et les motivations des managers et enfin à présenter les déterminants à la fois intrinsèques et exogènes qui influencent le plus la décision de détention d'actifs liquides.

Notre travail présente un intérêt pratique parce qu'il cherche à tester le pouvoir explicatif des trois théories (théorie de l'arbitrage, théorie du financement hiérarchique et théorie du free cash-flow) sans pour autant les tenir pour antagonistes ou exclusives. La démarche, étant contributive, pense les théories en termes de complémentarité.

De manière plus spécifique, la construction d'un indice de gouvernance d'entreprise grâce à une analyse en composantes principales des différentes variables de gouvernance permettra d'évaluer l'influence de la gouvernance sur la décision de détention d'actifs liquides et sur leur valeur.

En étudiant les différentes implications de la détention d'actifs liquides sur l'investissement, la performance et la valeur de marché de l'entreprise, la thèse contribuera à démontrer empiriquement l'intérêt et la pertinence de ladite question.

### *Problématique et objectifs de recherche*

Ce travail s'interroge dans un premier temps sur les motivations et objectifs des dirigeants à constituer de portefeuilles d'actifs liquides.

Il s'agit d'explorer la littérature afin de déterminer quel cadre théorique explique le mieux le comportement accumulateur de liquidités des entreprises. C'est grâce à la confrontation des trois principales théories mobilisées qu'il sera possible de vérifier s'il existe un niveau optimal d'actifs liquides. Si la réponse est positive, quels sont les déterminants de ce niveau cible ? Quels facteurs intrinsèques (à la fois financiers et organisationnels) et contextuels (notamment les taux d'évolution du PIB, de l'indice du climat des affaires, du taux d'intérêt ou de l'inflation) influencent le niveau de détention d'actifs liquides des entreprises? Cette approche permettra de connaître laquelle parmi les trois détient le plus de pouvoir explicatif.

Dans un deuxième temps, l'analyse portera sur les conséquences de la détention d'actifs liquides sur l'investissement, la performance et la valeur de marché de l'entreprise.

Comme la théorie de l'arbitrage considère qu'il existe un niveau cible d'actifs liquides maximisant la valeur, toute déviation par rapport à ce niveau cible devrait-elle mener à des situations sous-optimales ? Quels en sont les arguments ?

D'un côté, selon la théorie du financement hiérarchique, les déficits de liquidités (un niveau inférieur au niveau cible prédit par la théorie de l'arbitrage) peuvent empêcher les entreprises de saisir leurs opportunités d'investissement en particulier pour les entreprises faisant face à des contraintes de financement. Un niveau faible de liquidités mènerait au sous-investissement.

D'un autre côté, pour la théorie du free cash-flow, la détention excessive d'actifs liquides (un niveau supérieur au niveau cible) inciterait les dirigeants à une utilisation opportuniste et au surinvestissement, en particulier lorsque la gouvernance d'entreprise est faible et que les dirigeants ne sont pas soumis au système d'incitation et de contrôle qui les pousse à agir dans le but de la maximisation de la valeur de l'entreprise.

S'agissant de la valeur de marché de l'entreprise, l'accent sera mis sur la perception des actifs liquides par les actionnaires. L'analyse portera sur la valorisation des actifs liquides par les actionnaires et sur les facteurs qui influencent cette valorisation. Il sera ainsi question de déterminer dans quelles conditions apprécient-ils la détention de liquidités (en valorisant un euro placé en actifs liquides à plus d'un euro) et dans quelles autres circonstances la sanctionnent-ils (en valorisant un euro d'actifs liquides à moins d'un euro).

Deux catégories de questions de recherche découlent de cette problématique :

1. Pourquoi les entreprises détiennent-elles des actifs liquides ? Quelles sont les motivations de cette décision ? Quel est le rôle des caractéristiques spécifiques (financières et organisationnelles) et des conditions macro-économiques sur le niveau et l'utilisation des actifs liquides ?

Pour répondre à cette question, trois objectifs de recherche sont visés:

- Evaluer le besoin en liquidités et estimer le niveau optimal d'actifs liquides en analysant l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la détention de liquidités.
  - Etudier les facteurs spécifiques financiers ainsi que les facteurs de l'environnement économique qui influencent le niveau de liquidités des entreprises.
  - Etudier les éventuels conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants sur le niveau et l'utilisation des actifs liquides et déterminer si la gouvernance d'entreprise est efficace directement (par le biais des mécanismes de gouvernance) ou indirectement (à travers les politiques de financement et de distribution) en décourageant aussi bien la détention excessive d'actifs liquides que l'utilisation opportuniste de ces réserves de liquidités.
2. Comment les actifs liquides affectent-ils l'investissement, la performance et la valeur de marché des entreprises ? Quel est le rôle modérateur des contraintes de financement, des conditions macro-économiques et de la gouvernance d'entreprise ?

Il s'agira précisément d'estimer:

- L'impact du niveau d'actifs liquides sur le programme d'investissements des entreprises. Est-ce que les déviations du niveau optimal de liquidités affectent l'investissement ? Est-ce que l'excès (déficit) en actifs liquides conduit au sur (sous) investissement ?
- L'impact des actifs liquides sur la performance économique et financière des entreprises. Est-ce que les déviations du niveau optimal de liquidités affectent la performance ?
- La valeur de marché des actifs liquides. Quelle est la valorisation d'un euro placé en liquidités par les actionnaires ? Est-ce que cette valorisation est significativement influencée par des variables modératrices spécifiques ou environnementales

(notamment les opportunités d'investissement, les contraintes de financement, la gouvernance d'entreprise ou les conditions macro-économiques).

### *Méthodologie et démarche méthodologique*

Afin de répondre à ce questionnement, une approche hypothético-déductive sur des données quantitatives est retenue. Elle consiste à mener une étude empirique longitudinale portant sur un échantillon de 202 entreprises cotées au SBF 250 sur une période s'étalant de 1999 à 2010.

L'approche hypothético-déductive s'inscrit dans le paradigme positiviste qui repose sur plusieurs principes résumés par Le Moigne (1990) et David (1999) :

- Le principe ontologique : suppose que la réalité existe en soi avant l'observation du chercheur qui doit la découvrir. Le chercheur qui s'inscrit dans une perspective positiviste considère que la réalité est extérieure au processus de recherche lui-même.
- Le principe de l'univers câblé : le réel est déterminé et constitué de liens de causes à effets (Lois de la nature). Afin de découvrir la réalité, le chercheur doit expliciter ces chaînes de causalité (« le plan de câblage »).
- Le principe d'objectivité : le réel existe indépendamment du chercheur qui ne doit pas chercher à le modifier. Il doit exister une séparation fondamentale entre le phénomène étudié et le chercheur qui l'observe.
- Le principe de neutralité de la logique: la logique est naturelle et doit s'imposer dans toute situation de recherche scientifique. Tout ce qui ne pourra être découvert par la logique déductive devra être considéré comme non scientifique.
- Le principe de moindre action : entre deux théories, il convient de choisir la plus simple.

Une recherche positiviste suit un processus qui commence par la modélisation théorique du phénomène étudié à partir des connaissances acquises et qui débouche sur la formulation d'un corps d'hypothèses. Le chercheur choisit ensuite une méthodologie pour tester la validité de la théorie ou du modèle, collecte les données, analyse les résultats, puis les discute afin de valider et de généraliser ou d'invalider les hypothèses (dans ce cas une reformulation des hypothèses peut être envisagée) (Savall et Zardet 2004).

Le caractère scientifique d'une recherche dans le paradigme positiviste est tributaire de la vérifiabilité, la confirmabilité et la réfutabilité des hypothèses<sup>7</sup>. Les idées vagues ou irrationnelles sont rejetées.

La démarche hypothético-déductive suit plusieurs étapes : conception de l'étude, recueil de données, mesure de variables, analyse de données et interprétation des résultats (Evrard, 2003). Cette démarche est synthétisée dans le tableau suivant (inspiré du plan de l'ouvrage de Thiétart et al. 2003)

Les grandes étapes	Leur contenu	L'approche hypothético-déductive
1. Concevoir	Objet ou Problématique et question(s) de recherche	Choix de l'objet Revue de littérature Construire un cadre théorique Déduire des hypothèses
2. Mettre en œuvre	Construire le canevas ou architecture de la recherche Lier concepts et données Collecter les données, Choisir l'échantillon Coder et traiter les données	Opérationnaliser les concepts Construire un plan de recherche Choisir un échantillon, collecter des données et les coder
3. Analyser Evaluer	Interpréter les résultats Apprécier leur validité	Tester les hypothèses, analyser les données et interpréter les résultats, apprécier leur validité Conséquences théoriques et pratiques des résultats obtenus

---

7 Une hypothèse doit pouvoir être falsifiable, c'est à dire qualifiée de fausse. Elle doit avoir deux propriétés :

- Elle doit revêtir le caractère de généralité. Si l'hypothèse ne peut faire l'objet de tests répétés, elle perd son caractère scientifique.
- Elle doit accepter des énoncés contraires susceptibles d'être vérifiés, sinon elle sera réputée infalsifiable.

### *Construction de la thèse*

Le présent travail s'articule autour de deux grandes parties qui comportent chacune deux chapitres. Dans la **première partie**, nous présentons la grille théorique mobilisée pour expliquer le comportement accumulateur de liquidités par les entreprises.

Le **chapitre 1** présente les apports de la finance organisationnelle à la compréhension de la décision de détention d'actifs liquides et apporte des réponses en mobilisant les théories de l'arbitrage, du financement hiérarchique et du free cash-flow. Il s'agira d'interroger la pertinence de la décision de la détention d'actifs liquides par les réponses à donner à deux principales questions : la décision de la détention d'actifs liquides est-elle une décision rationnelle et créatrice de valeur ? ou, au contraire, une décision opportuniste et destructrice de valeur ?

C'est grâce à la discussion des hypothèses d'absence des coûts de transaction, de symétrie de l'information et des rationalités des individus qu'il sera possible de mettre en évidence les différents avantages et inconvénients de la détention d'actifs liquides.

Le **chapitre 2** est consacré à la théorie du free cash-flow et vise à mettre en exergue ce qui peut être présenté comme la face sombre des actifs liquides. Dans une première section, il s'agira d'explicitier de quelle manière la détention d'actifs liquides exacerbe les conflits d'agence et augmente le risque de comportement opportuniste des dirigeants de surinvestissement et de construction d'empires. La seconde section, elle, traitera de la question de l'impact de la gouvernance et des outils à la disposition des actionnaires afin de limiter la détention et l'utilisation opportunistes des actifs liquides. Quant à la troisième section, elle procédera à expliquer la nécessité de critiquer la théorie du free cash-flow et de la dépasser.

Articulée au contenu théorique de la première partie focalisée sur la présentation de l'approche théorique des motivations et des conséquences de la décision de détention d'actifs liquides, **la seconde partie** est consacrée plutôt à une étude empirique de ladite décision. Deux chapitres sont mobilisés pour présenter les résultats de cette étude :

Le **chapitre 3** qui vise à analyser les facteurs explicatifs de la décision de détention d'actifs liquides s'articule autour de deux sections. La première présente la méthodologie de l'étude empirique: il s'agira de faire la présentation de l'échantillon et la justification des

modèles, des variables retenues et de l'explicitation des hypothèses de travail. La seconde section sera consacrée à la présentation et à la discussion des résultats de l'analyse des données.

Enfin, dans **le chapitre 4**, il est question des différentes implications de la détention d'actifs liquides. La réponse à cette question est donnée à travers trois sections : la première apportera un éclairage sur l'impact de la détention d'actifs liquides sur l'investissement, la seconde sur la performance économique et financière et la troisième sur la valeur de marché des entreprises.

---

**PARTIE I : LES MOTIVATIONS ET LES  
CONSEQUENCES DE LA DECISION DE  
DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES : APPROCHE  
THEORIQUE**

---

---

# **CHAPITRE 1 : APPORTS DE LA FINANCE ORGANISATIONNELLE A LA COMPREHENSION DE LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES**

Une des questions principales en finance d'entreprise est de savoir comment les différentes décisions financières affectent la valeur de l'entreprise. Dans le cadre de ce travail, nous nous intéressons à la décision particulière de la détention d'actifs liquides dont la théorie financière néoclassique s'est désintéressée; la considérant comme inutile et non pertinente.

C'est grâce à la remise en cause des hypothèses restrictives de la finance néoclassique que l'évolution récente de la finance contemporaine a permis de dévoiler les motivations et les conséquences de la détention d'actifs liquides.

Alors, quels sont les apports de la finance organisationnelle à la compréhension de la décision de détention d'actifs liquides ? Telle est la question centrale que se pose ce chapitre et à laquelle il apportera des réponses.

En interrogeant la pertinence de la décision de la détention d'actifs liquides, n'est-il pas logique de se poser les deux questions suivantes : s'agit-il d'une décision rationnelle et créatrice de valeur ? ou d'une décision opportuniste et destructrice de valeur ? La deuxième et la troisième sections tenteront d'y répondre.

## SECTION I : LE DEPASSEMENT DES HYPOTHESES DE LA THEORIE FINANCIERE NEOCLASSIQUE

Dans un monde parfait, si les entreprises ont besoin de liquidités pour faire face à des obligations ou pour financer des investissements, elles peuvent à tout moment lever des fonds externes sur les marchés des capitaux. Dans ce cadre, les niveaux d'actifs liquides des entreprises sont parfaitement aléatoires (Brown & Petersen, 2011). Par contre, dans le monde réel, les entreprises sont incitées à détenir un certain niveau de liquidités. De nombreuses théories expliquent ce comportement. Cette section en aborde les premières, à savoir l'apport fondateur de Keynes (1936), les contributions des modèles de gestion de la trésorerie de Baumol (1952) et de Miller et Orr (1966) et la théorie de l'arbitrage (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999).

### 1. L'apport fondateur de J.M. Keynes : les motifs de la préférence pour la liquidité

Dès 1936, dans son célèbre ouvrage « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », Keynes réfute l'idée classique selon laquelle il est irrationnel de conserver des actifs liquides. Il avance que les agents ont une préférence pour la liquidité qui dépend pour chaque agent de facteurs commerciaux et de facteurs psychologiques. Keynes (1936) synthétise ces facteurs en trois motifs : le motif de transaction, le motif de précaution et le motif de spéculation.

Avant de présenter ces motifs explicatifs de la détention de liquidités, il convient de présenter succinctement des éléments de l'analyse Keynésienne de la relation entre la monnaie, l'épargne et l'investissement ainsi que de la relation entre l'incertitude et la rationalité des agents.

### 1.1. Eléments de l'analyse Keynésienne de la monnaie, de l'épargne et de l'investissement

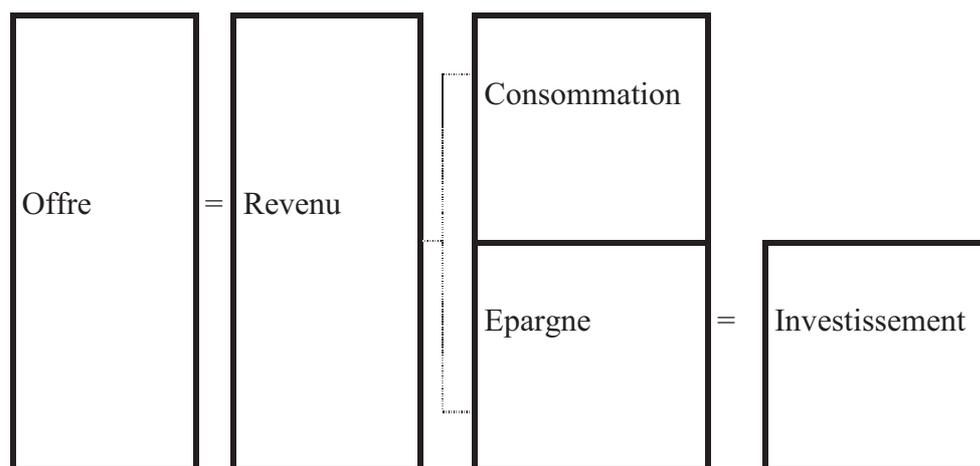
Pour Hicks (1967), la monnaie n'existe que par ses trois fonctions présentées auparavant par Aristote<sup>8</sup> : c'est d'abord une unité de compte, puis un moyen de paiement et enfin une réserve de valeur.

Dans l'analyse classique, la monnaie n'est pas demandée pour elle-même, mais seulement pour ce qu'elle permet d'acquérir. Elle représente un bien comme un autre dont la valeur ne dépend que de la demande et de l'offre sur ce bien. Par conséquent, les agents peuvent évaluer à court comme à long terme et de manière précise le prix de la monnaie et par partant le niveau général des prix. Pour les économistes classiques comme Adam Smith ou Jean-Baptiste Say, « la monnaie n'est qu'un voile » et ne constitue qu'un intermédiaire aux échanges. La monnaie n'a aucun effet sur le niveau de consommation ou de production d'une économie. Elle n'influence pas l'économie ; son rôle est de réguler et de faciliter les échanges. C'est un « lubrifiant » des échanges économiques. Ainsi, il existe une séparation entre la sphère réelle et la sphère monétaire.

Les économistes classiques concentrent donc leur analyse sur la deuxième fonction de la monnaie. Dans ce cadre, il n'est pas rationnel de détenir de la monnaie au-delà de ses besoins transactionnels. Le revenu que l'entrepreneur n'utilise pas pour consommer est utilisé pour investir ; s'il ne souhaite pas investir, il le prête à d'autres entrepreneurs qui souhaitent le faire. Ainsi, pour les économistes classiques et néo-classiques, l'épargne dépend du taux d'intérêt. Lorsque le taux d'intérêt augmente, un effet de substitution diminue la consommation pour augmenter l'épargne.

---

<sup>8</sup> Aristote, *Éthique à Nicomaque*, GF Flammarion, pp.246-252



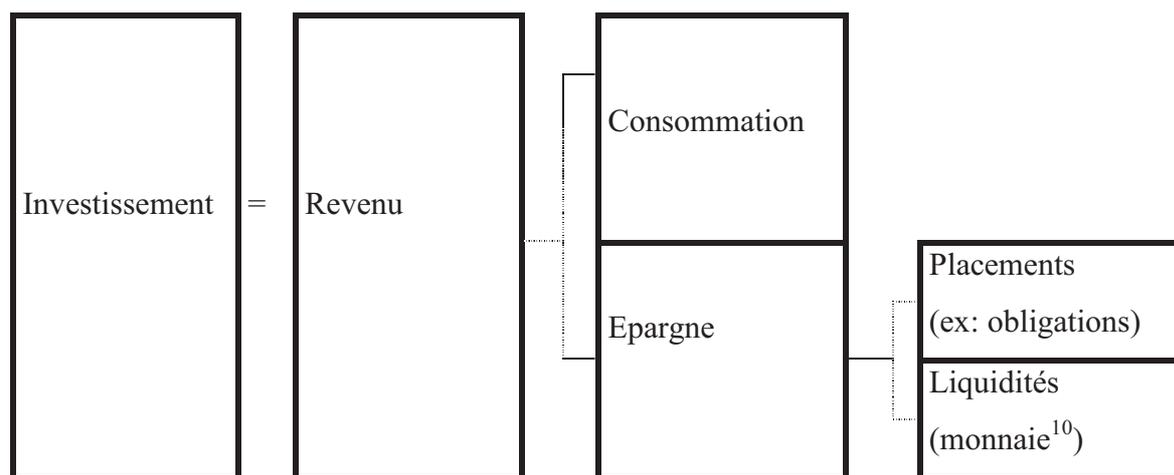
Si pour les économistes classiques, l'épargne précède l'investissement, pour Keynes la relation causale est inverse. C'est l'investissement qui détermine l'épargne puisque l'investissement engendre un revenu supplémentaire qui se divisera en consommation et épargne. Il rompt ainsi avec la loi des débouchés de Jean-Baptiste Say selon laquelle l'offre crée sa propre demande et toute l'épargne est transformée en investissement.

Par ailleurs, chez Keynes (1936), l'arbitrage entre consommation et épargne ne dépend pas du taux d'intérêt mais du revenu. Il présente la « loi psychologique fondamentale » selon laquelle « *les hommes tendent à accroître leur consommation à mesure que leur revenu croît, mais non d'une quantité aussi grande que l'accroissement du revenu* ».

En fait, pour Keynes, compte tenu de leurs préférences psychologiques, les agents doivent opérer deux séries d'options: la première concerne l'arbitrage entre la quantité de revenu à consommer et la quantité à sauvegarder sous n'importe quelle forme de droit à la consommation future. Cet arbitrage dépend de leur *propension à consommer*<sup>9</sup>. La deuxième fait référence au choix de la forme sous laquelle l'agent entend conserver son revenu : est-il disposé à aliéner son droit à une date future déterminée ou préfère-t-il conserver son revenu sous forme de droits immédiats à la consommation (monnaie ou équivalent de la monnaie) ? Ainsi, pour Keynes, le taux d'intérêt est la rémunération de la renonciation à la liquidité non à la consommation. Le taux d'intérêt n'influence pas le choix entre consommer ou épargner mais plutôt le choix de la forme de l'épargne (placée ou liquide).

---

<sup>9</sup> Voir Livre III de « Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie ».



L'offre ne crée pas forcément sa demande et le marché peut aboutir à des situations de déséquilibres nécessitant ainsi l'intervention de l'Etat. Keynes rompt ainsi avec la logique d'équilibre du marché et avec la doctrine du « laissez-faire » des classiques et prône l'intervention de l'Etat pour réguler l'activité économique, notamment par le biais de la politique monétaire. Selon l'approche keynésienne, la monnaie n'est pas neutre. Elle influence le niveau général de l'activité économique (investissement, consommation, production etc.).

La monnaie est donc active ; elle est même un « élixir qui stimule l'activité du système » car la masse monétaire dans un pays a un impact sur le comportement des agents économiques. En périodes de fortes incertitudes, les agents peuvent choisir de garder la monnaie en grande partie sous sa forme liquide (la thésaurisation). Cette « fuite » de la monnaie a des répercussions négatives sur l'investissement puisque le taux d'intérêt augmente et les entreprises ne peuvent plus financer l'investissement. Une politique expansionniste par l'augmentation de la masse monétaire du pays (grâce à la diminution du taux d'intérêts) encourage les ménages à consommer et les entrepreneurs à investir plutôt que de placer les liquidités excédentaires. L'arbitrage entre placement et investissement dépend donc de l'anticipation des entrepreneurs de leur profitabilité future. Si la profitabilité est inférieure au taux d'intérêt, le placement sera préféré à l'investissement et inversement<sup>11</sup>.

<sup>10</sup>Chez Keynes, le terme monnaie est pris dans un sens très large incluant les dépôts à terme dans les banques et même les bons du trésor (Goux J. F., 1990).

<sup>11</sup> Cependant, il convient de noter que Keynes n'attribue qu'un rôle secondaire au taux d'intérêt comme déterminant de la décision d'investir. En effet, l'auteur considère que la

## 1.2. Les notions d'incertitude et de rationalité des agents chez Keynes

Le thème de la rationalité est abordé dans « *The Treatise on Probability* » que Keynes rédigea en 1921. Dans cet ouvrage philosophique, qui « aurait tout aussi bien pu être titré traité sur la logique ou traité sur la raison plutôt que de recevoir le titre trompeur de traité sur les probabilités » (O'Donnel, 1989)<sup>12</sup>, Keynes n'expose pas seulement une théorie de probabilités mais une véritable théorie générale du comportement rationnel. Il s'oppose à la théorie de la rationalité standard calculatoire et rejette le principe de la maximisation de l'utilité espérée des individus par l'usage des probabilités. Keynes place les individus dans un contexte d'incertitude (1) et leur attribue des intentions rationnelles (2) mais avec une faillible capacité de jugement (3).

- (1) Le monde est incertain car les acteurs économiques ont seulement une idée vague des conséquences de leurs actes. Devant la multitude d'acteurs et d'actions possibles, les conséquences d'une action économique dépend de la réaction des autres acteurs à cette action. Comme les réactions des autres sont imprévisibles, on ne peut pas connaître avec certitude les conséquences de nos actes. « We simply do not know » (Keynes, 1936, p. 212)
- (2) Quarante ans avant H. Simon, Keynes a cherché à définir la rationalité du comportement économique face à l'incertain.

*« Seule la peur de commettre un énorme anachronisme me retient d'affirmer que Keynes est le véritable instigateur de l'économie de la rationalité limitée. »  
(Simon [1997], p. 6.)*

Pour Keynes, la rationalité est non calculatoire : « On démontre aisément qu'à vouloir fonder des probabilités arithmétiquement égales sur un état d'ignorance, on aboutit à des absurdités » ; elle est plutôt empirique et intuitive. Keynes suppose que la rationalité procède d'un jugement de validité sur la relation qui unit un ensemble de prémisses, connues avec certitude et un ensemble de conséquences de ces prémisses, qui sont, elles, seulement probables. Exemple : une personne rationnelle est capable

---

principale variable concerne l'état de confiance des entrepreneurs et leurs anticipations de la demande effective.

12 Cité par (Postel, 2008)

de bien juger la relation entre la présence de nuages et la possibilité de la pluie. (Exemple donné par Postel, 2008).

- (3) Ce jugement est bien sûr fondamentalement incertain : l'ensemble d'informations n'est jamais exhaustif et l'existence d'une relation logique entre données présentes et événements futurs peut n'avoir pas été perçue par l'acteur; le savoir présent peut perdre ainsi de sa pertinence dans le monde futur. (La personne, pourtant rationnelle, peut ne pas percevoir qu'un vent fort soudain chasserait les nuages et par conséquent la pluie ou qu'un refroidissement imprévisible transformerait la pluie en neige. (Postel, 2008).

Ainsi et malgré les critiques de ses contemporains, Keynes attribue un rôle important à l'incertitude dans sa *Théorie Générale*. De nombreux économistes soutiennent même que l'incertitude est le thème central de la théorie générale (Piluso, 2007).

### 1.3. Les motifs psychologiques et commerciaux de la préférence pour la liquidité

Dans la «Théorie Générale» de Keynes, la monnaie peut être désirée pour elle-même. Elle a des utilités propres au-delà du simple instrument d'échange. Keynes justifie cette préférence pour la liquidité par quatre motifs: le motif de transaction, le motif de précaution, le motif de spéculation et le motif de financement.

**Le motif de transaction** : correspond au besoin des agents de disposer de disponibilités pour assurer les échanges courants personnels ou commerciaux. Le motif de transaction est divisé en deux motifs :

*Le motif de revenu*: dû à l'absence de synchronisation entre les encaissements et les décaissements, c'est-à-dire entre le moment où les agents perçoivent leurs revenus et celui où ils le dépensent. Les agents conservent des liquidités pour combler cet intervalle afin d'échelonner leurs dépenses. Ce motif dépend donc essentiellement du montant du revenu et de la longueur de l'intervalle entre son encaissement et son décaissement mais également de l'existence de coûts de transaction (en temps et argent) lors de liquidation d'actifs non monétaires

*Le motif d'entreprise* : de la même façon, la monnaie est conservée pour combler l'intervalle de temps entre le moment où les agents engagent une dépense professionnelle et le moment

où ils perçoivent le produit de leur vente. L'intensité du motif de transaction est liée à l'importance des recettes ainsi qu'à leur fréquence, régularité et coordination avec les décaissements à effectuer.

**Le motif de précaution :** Les agents constituent des réserves de liquidités pour faire face à des dépenses imprévues, pour bénéficier d'opportunités imprévues et pour effectuer des achats avantageux. Il s'agit également de profiter de la fonction de réserve de la valeur de la monnaie pour faire face aux risques de fluctuations de la valeur monétaire d'autres actifs ou de la négociabilité d'autres catégories d'actifs (des dettes notamment)<sup>13</sup>.

En introduisant des éléments d'incertitude, Keynes aborde ici le désir de la sécurité face à un monde improbable. En effet, les motifs de transaction et de précaution dépendent du degré d'incertitude pesant aussi bien sur les dépenses que sur les recettes futures dont le niveau anticipé n'est pas certain. De plus, Keynes insiste particulièrement sur l'importance de l'incertitude qui pèse sur le coût et la disponibilité du financement futur, car si ce financement est assuré (recours sans difficultés aux découverts bancaires ou à d'autres avances temporaires par exemple), le besoin de liquidité en réserve, lui, n'est pas indispensable.

*« Si l'entreprise sait qu'elle peut obtenir des fonds quand elle en a besoin, il n'est pas nécessaire pour elle de conserver des actifs liquides en réserve. » (Hicks, 1988, p. 85).*

Par ailleurs, le niveau de liquidités dépend également de la rapidité avec laquelle les agents peuvent transformer d'autres formes de richesse (des créances notamment) en monnaie.

Compte tenu de l'incertitude qui ne permet pas de « probabiliser » l'avenir, les agents ne peuvent que deviner l'évolution de l'économie. La détention de liquidités permettrait d'apaiser l'incertitude des agents face à un avenir incertain et serait donc un baromètre de l'état de confiance des agents dans l'évolution de l'économie. Les actifs liquides représentent donc des « actifs de réserves » qui « *ne sont pas normalement utilisés mais dont on peut avoir besoin* » (Hicks, 1988, p. 46).

---

<sup>13</sup> La demande de monnaie de précaution est ainsi plus forte en l'absence d'un marché organisé pour négocier les créances.

La « prime de liquidité » est une expression qui représente bien l'intérêt que revêt la monnaie dans la mesure où elle indexe la somme que les agents sont disposés à payer pour l'avantage potentiel ou la sécurité virtuelle procurée par le pouvoir d'en disposer. Les agents font des paris sur l'avenir et la préférence pour la liquidité dépend de l'état de confiance des agents en leurs anticipations de l'avenir dans un contexte d'incertitude.

**Le motif de spéculation:** Il s'agit ici de disposer d'une réserve de monnaie afin de profiter des mouvements des prix sur les marchés. Ce motif représente le choix de la forme sous laquelle l'agent entend réserver son revenu : est-il disposé à aliéner son droit à une date future déterminée ou préfère-t-il réserver son revenu sous forme de droits immédiats à la consommation (monnaie ou équivalent de la monnaie). Si les motifs de transaction et de précaution dépendent de l'incertitude concernant le niveau d'activité économique et des revenus futurs, le motif de spéculation dépend spécifiquement de l'incertitude pesant sur l'évolution du taux d'intérêt. En effet, le choix entre épargne liquide et épargne placée dépend du taux d'intérêt. Ce dernier constitue la récompense de la renonciation à la liquidité. Puisque toute personne préfère consommer maintenant plutôt que plus tard, le taux d'intérêt mesure la « répugnance » des agents à aliéner leur droit de consommation à une date ultérieure.

Keynes définit la spéculation comme « l'activité qui consiste à prévoir l'état psychologique du marché financier ». Un spéculateur cherche à tirer profit du fait qu'il pense que ses prévisions sur l'évolution du taux d'intérêts sont meilleures que celles des autres. Il s'agit de tirer avantage d'une "meilleure connaissance que le marché de ce que réserve l'avenir" (Keynes 1936, p.181). L'agent peut réaliser des plus-values s'il fait des prévisions exactes de l'évolution du taux d'intérêt. Par exemple, s'il prévoit une diminution du taux d'intérêt dans le futur, il achète des obligations aujourd'hui, car les intérêts perçus seront supérieurs à ceux du marché ; de même il pourra réaliser des plus-values sur cession de ces obligations. Ainsi, la détention de liquidités dépend des anticipations des agents des évolutions du marché financier et plus particulièrement de l'évolution des rendements des titres.

*"La préférence pour la liquidité trouve encore une nouvelle raison d'être dans l'existence d'incertitudes quant à l'avenir du taux d'intérêt lorsqu'il existe un marché organisé où se traitent les créances." (Keynes, 1936, p.183)*

Suite aux différentes critiques<sup>14</sup> de la « Théorie générale », Keynes (1937) ajoute dans sa défense de sa théorie un quatrième motif<sup>15</sup> de demande de monnaie aux trois premiers qu'il reconnaît avoir négligé : le **motif de finance (ou de financement)** souvent confondu avec celui de transaction et ce, du fait qu'il s'agit de deux motifs de demande de monnaie *ex ante* servant à financer l'exploitation. La différence réside dans le fait que le motif de « finance » n'apparaît que pour financer l'investissement puisque lié aux anticipations de la croissance de l'activité et peut même être considéré comme une version dynamique du motif de transaction (Goux, 1989).

*« Mais si les décisions d'investissement sont, par exemple, croissantes, la finance supplémentaire impliquée constituera une demande additionnelle de monnaie »  
(Keynes, 1937, p. 274).*

Toute augmentation du niveau d'investissement nécessite une thésaurisation *ex ante* équivalente. Car si un stock de cash donné permet un fonds de roulement<sup>16</sup> suffisant pour une activité stable, la croissance de l'activité nécessite une demande supplémentaire de monnaie. Le motif de « finance » apparaît donc entre le moment où l'entrepreneur décide d'investir et le moment où il investit effectivement.

Le motif de « finance » peut prendre la forme d'un flux sous la forme d'un crédit bancaire ou d'un crédit revolving (une ligne de crédit bancaire renouvelé) ou d'un stock sous la forme d'une déthésaurisation accumulative d'encaisses précédentes avant la dépense d'investissement. Ce dernier point n'est pas développé par Keynes mais repris par Hicks

---

<sup>14</sup> Critiques formulées notamment par Ohlin (1937), Hicks (1936), Robertson (1936) et Hawtrey (1937).

<sup>15</sup> Il est à noter que la « finance » est considérée par certains auteurs comme une clarification ou une amélioration du motif de transaction et non comme un quatrième motif (Tsiang, 1956, 1966 ; Shackle, 1961 cités par Smith 1979). D'ailleurs, Keynes n'emploie jamais le terme « motif » de finance ou de financement mais simplement le terme « finance » ou encore « engagements de financement » (Castex, 2003)

<sup>16</sup> Le fonds de roulement représente la part des capitaux permanents qui financent le besoin en fonds de roulement. Dans ce sens, la trésorerie est positive. ( $T = FR - BFR$  et  $FR > BFR$ ).

(1988) selon qui les entreprises disposant de larges excédents de trésorerie n'ont plus besoin de faire appel au financement bancaire<sup>17</sup>.

En se démarquant de l'analyse classique, John Maynard Keynes se place en position de précurseur en ce qui concerne la préférence pour la détention de liquidités. Grace à Keynes, l'incertitude, la rationalité limitée et des facteurs psychologiques sont introduits dans l'analyse. Plusieurs auteurs poursuivront dans la voie ouverte par Keynes et développeront les modèles de gestion des disponibilités.

---

<sup>17</sup> Hicks (1988) segmente les entreprises en trois secteurs de financement : le secteur des fonds propres, le secteur du découvert et le secteur de l'endettement. Le choix entre ces différents secteurs dépend de caractéristiques propres aux entreprises (notamment la rentabilité, le cycle d'exploitation, le besoin de financement ou la nature de leurs actifs) ainsi que de caractéristiques de l'environnement financier (notamment la volonté de nouer une relation de long terme avec ses créanciers (Paranque, 2004).

D'un côté, les entreprises du secteur de l'endettement ont principalement recours au crédits longs pour financer leurs actifs alors que les entreprises du secteur du découvert ("overdraft") ont recours aux crédits bancaires courants pour financer leurs actifs ou des imprévus.

D'un autre côté, le secteur des fonds propres (« auto-economy ») est fondé sur l'accumulation de bénéfices non distribués qui permet aux entreprises d'être autonomes et de conserver une liberté d'action face aux imprévus en évitant le recours au financement externe (Goux, 1990).

## 2. La théorie de l'arbitrage : le calcul du niveau optimal d'actifs liquides

Depuis le travail fondateur de Keynes, les auteurs prennent en considération l'existence d'un coût de détention d'actifs liquides et d'un coût de conversion de titres financiers en monnaie. Plusieurs auteurs, parmi lesquels Baumol (1952) et Miller et Orr (1966), développent les modèles de gestion de la trésorerie et mettent en évidence l'existence d'un niveau optimal de liquidités à détenir qui découle de l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients.

### 2.1. Les modèles de gestion des disponibilités : la gestion de la trésorerie en termes de stocks

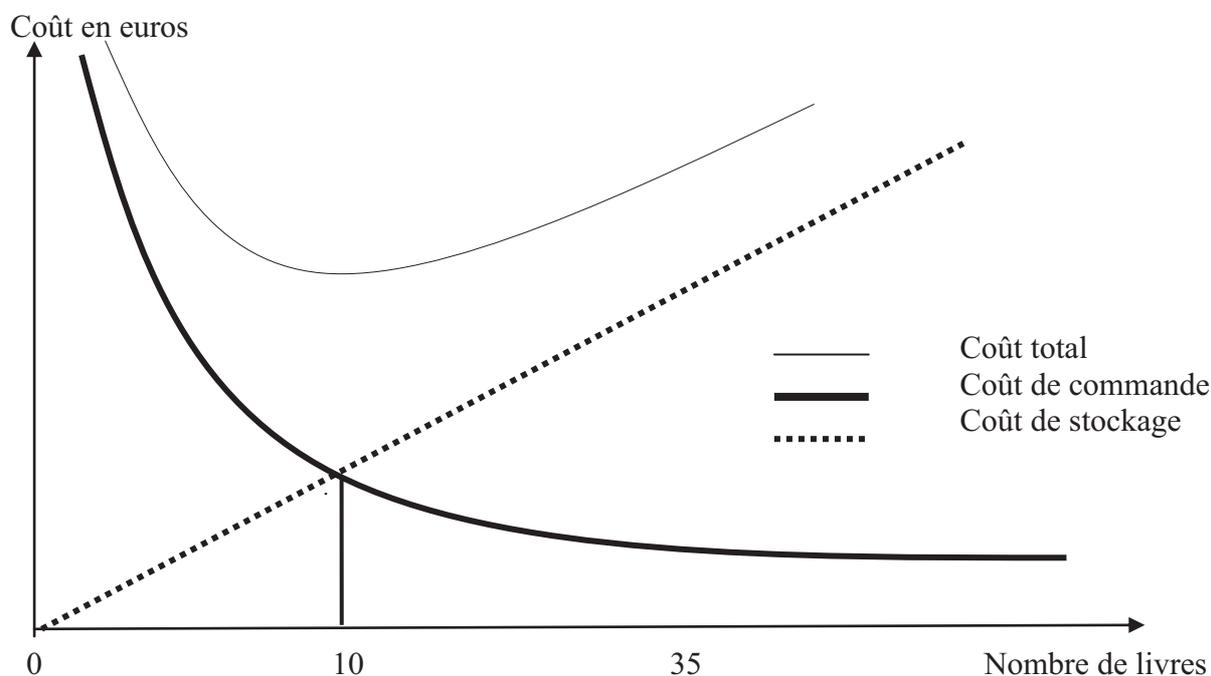
En prenant en considération ces coûts de transactions, les entreprises doivent déterminer le niveau optimal de liquidités à détenir. Il s'agit d'éviter à la fois d'être en excès de liquidités et en déficit. Ce problème ne se pose pas aux financiers uniquement, les services techniques connaissent la même difficulté concernant leur gestion des stocks. En effet, un stock de matières premières ou de produits important permet aux services techniques, d'une part, de bénéficier de remises lors de la passation de grosse commandes (motif de transaction : réduire les frais de transaction) et d'autre part, d'éviter d'être en rupture de stocks en cas de hausse inattendue de la demande, de devoir arrêter la production ou acheter des produits substituables plus chers (motif de précaution : réduire les coûts de l'incertitude). Cela dit, un stock important présente l'inconvénient de nécessiter des sommes considérables en manutention et en frais de gestion des stocks.

Les économistes ont proposé de résoudre ce problème par la constitution d'un stock moyen qui tient à la fois compte des bénéfices et des coûts du stock. Prenons l'exemple d'une librairie qui constate que la demande d'un livre de finance est de 100 exemplaires par an. Cette librairie a deux principaux coûts : un coût de stockage des 4 euros par ouvrage et un coût de passation de la commande fixe de 2 euros (Brealey & Myers, 2006). Plus le stock d'exemplaires de cet ouvrage est élevé plus les coûts de stockage sont élevés (fonction croissante du coût de stockage) et plus les coûts de passation de commandes sont faibles (fonction décroissante du coût de passation).

La courbe du coût total correspond à la somme des coûts de passation et des coûts de stockage. Il apparaît bien qu'elle est au minimum à l'intersection de la courbe du coût de

passation et de la courbe du coût de détention. Cela correspond dans notre exemple à 10 ouvrages ce qui se traduit par 10 commandes durant l'année.

**FIGURE 5: DETERMINATION GRAPHIQUE DU STOCK OPTIMAL**



Source : (Brealey & Myers, 2006)

La décision d'investissement en actifs liquides est similaire à celle concernant la constitution de stocks de marchandises ou de matières premières. Il s'agit d'arbitrer entre les coûts et les avantages de la détention d'actifs liquides afin d'en calculer le niveau optimal grâce aux modèles de gestion des disponibilités. Ce paragraphe présente les deux principaux modèles :

### *Baumol (1952) : le modèle fondateur*

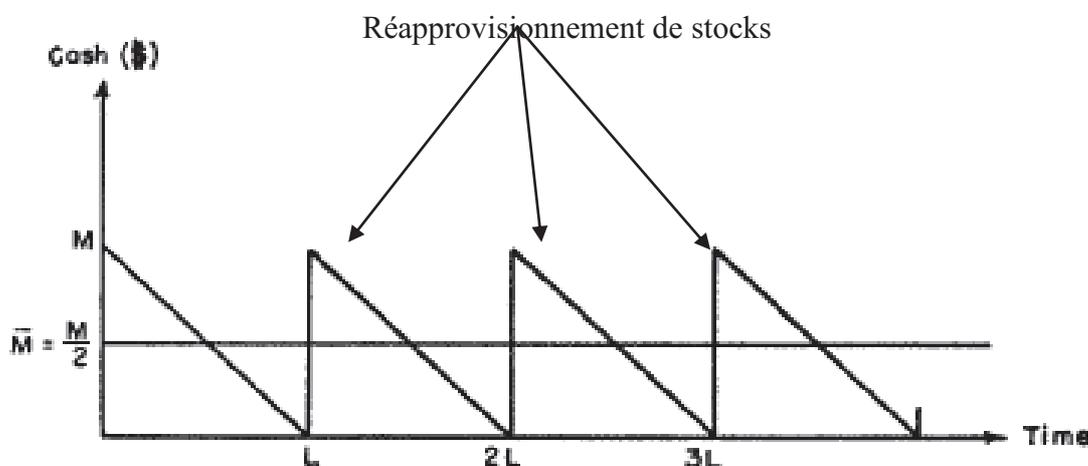
Baumol fait abstraction des motifs de spéculation et de précaution et place son analyse en termes de transactions. Il étudie le comportement rationnel des entreprises qui cherchent à minimiser les coûts de détention d'actifs liquides. Selon lui, les entreprises maintiennent un « stock » de liquidités en vue de servir de contrepartie lors de la négociation de transactions car elles ne peuvent vendre des actifs à chaque fois qu'elles ont besoin de liquidités pour réaliser une transaction.

Mieux encore, il a été le premier à constater la similarité entre la gestion de la trésorerie et la gestion des stocks. Il considère que les enseignements de la théorie de l'inventaire peuvent

contribuer à enrichir la théorie monétaire. Il adopte la méthode de la quantité économique de réapprovisionnement pour déterminer le niveau optimal de détention de disponibilités par l'entreprise. Cette méthode de gestion de stocks développée par Within (1953) consiste à déterminer le niveau optimal des stocks en tenant compte de deux variables à savoir, le coût de conversion d'actifs en liquidités (coûts directs de transactions tels que les frais bancaires ou d'intermédiaires financiers) et les coûts de maintien d'un stock élevé (coût d'opportunité du capital car les liquidités ne rapportent rien ou peu)

Les agents rationnels doivent donc trouver un compromis et déterminer un stock « C » afin d'éviter un recours fréquent au marché pour céder des actifs (et économiser les coûts de transaction), sans que ce stock ne soit trop important (à cause du coût d'opportunité du capital). Considérons:

- $b$  = Coût unitaire de la vente de titres  $t$
- $T$  = Besoin annuel en liquidités
- $i$  = Taux d'intérêt (coût d'opportunité)
- $\frac{M}{2}$  = Stock moyen de liquidités



Source : Baumol (1952)

Si le besoin annuel en liquidités  $T$  est de 100 €, l'agent peut effectuer un retrait de 50€ tous les 6 mois ou encore un retrait de 25€ tous les trois mois. L'agent effectue par conséquent  $\frac{T}{C}$  retraits par an qui entraînent des frais de courtage:  $\frac{bT}{C}$ .

Comme l'agent retire de manière régulière un montant « C » dès que son stock est épuisé et que sa dépense est en flux continu, le montant moyen de son stock de liquidités est de

$\frac{C}{2}$  entraînant un coût d'opportunité du capital annuel de  $\frac{iC}{2}$  (les intérêts qu'il aurait perçus si ces liquidités étaient placées).

Par conséquent, le coût total de détention de liquidités est de :  $F = \frac{bT}{C} + \frac{iC}{2}$  et le montant  $C$ , qui minimise cette fonction, est obtenu par l'équation suivante:  $C = \sqrt{\frac{2bT}{i}}$ .

Ainsi, la demande de monnaie augmente avec  $T$  (le montant annuel de transactions) et  $b$  (les coûts de courtage) et diminue avec le taux d'intérêt.

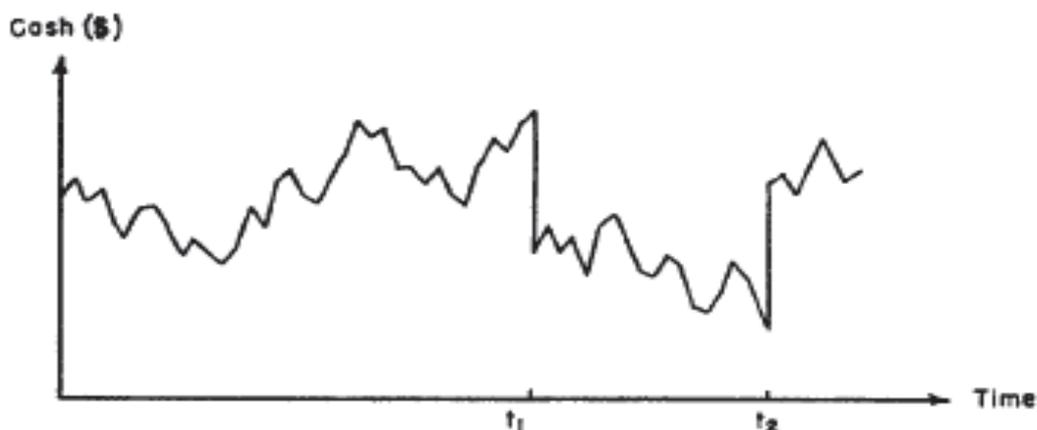
Il est à noter que Baumol (1952) n'exclut pas la possibilité d'endettement des agents. Au lieu d'effectuer un retrait, l'agent peut emprunter la somme désirée sans que cela ne modifie le coût de détention de liquidités car le coût d'intérêt de la dette est strictement compensé par l'intérêt perçu sur les titres restés placés. Ainsi, le modèle de Baumol dépasse l'analyse de Keynes puisqu'il prend en compte d'autres variables que le revenu pour expliquer la demande de monnaie (Jacoud, 2000), mais souffre d'un certain nombre de lacunes dues à l'irréalisme de ses hypothèses :

- Les agents sont parfaitement rationnels,
- Baumol fait abstraction du motif de précaution,
- Les transactions sont prévisibles et se produisent en flux continu,
- Il existe un seul taux d'intérêt constant ;
- Le coût de courtage est constant ou varie linéairement en fonction des sommes impliquées dans les transactions,
- L'entreprise connaît des sorties d'argent mais pas d'entrée sur la période.

Malgré le caractère non opérationnel de ses hypothèses, le modèle de Baumol (1952) a suscité de nombreux débats et a ouvert la voie à de nombreux développements.

### *Miller et Orr (1966) et la prise en compte de l'incertitude*

En effet, en 1966, Miller et Orr prennent comme point de départ le modèle de Baumol (1952) pour développer un modèle plus réaliste prenant en compte le caractère incertain des rentrées et sorties de liquidités. Les auteurs avancent qu'en réalité la trésorerie ne fluctue pas de manière régulière du fait de l'imprévisibilité des entrées et sorties comme le montre le schéma suivant:



Source : Miller et Orr (1966)

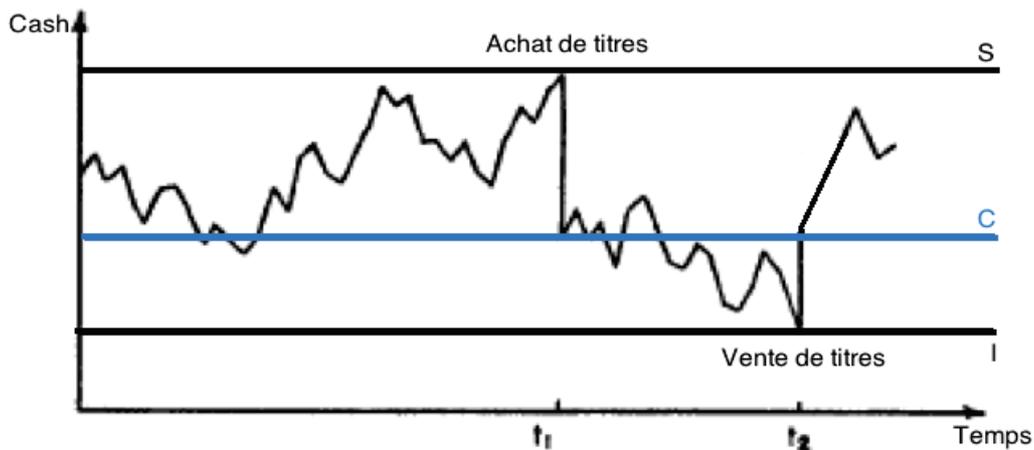
Ce modèle permet à l'entreprise de calculer une fourchette à l'intérieur de laquelle fluctue le niveau optimal de disponibilités. Cette fourchette dépend de la variabilité des cash-flows, des coûts de transaction et du taux d'intérêt.

$$\text{Spread } (S - I) = 3 \left[ \frac{3}{4} \left( \frac{\text{Coûts de transaction} \times \text{Variance de cash-flow}}{\text{Taux d'intérêt}} \right) \right]^{\frac{1}{3}}$$

L'entreprise achète des titres financiers lorsque la limite supérieure de la fourchette (S) est atteinte d'un montant (S-C) afin de faire baisser le niveau de liquidités vers le niveau cible (C). Inversement, lorsqu'elle atteint la limite inférieure (I), elle vend des titres (ou s'endette) d'un montant (C-I).

La limite supérieure est déterminée par :  $S = 3C - 2I$

$$\text{Le niveau optimal : } C = \sqrt[3]{\frac{3(\text{Coûts de transaction} \times \text{Variance de cash-flow})}{\text{Taux d'intérêt}}} + I$$

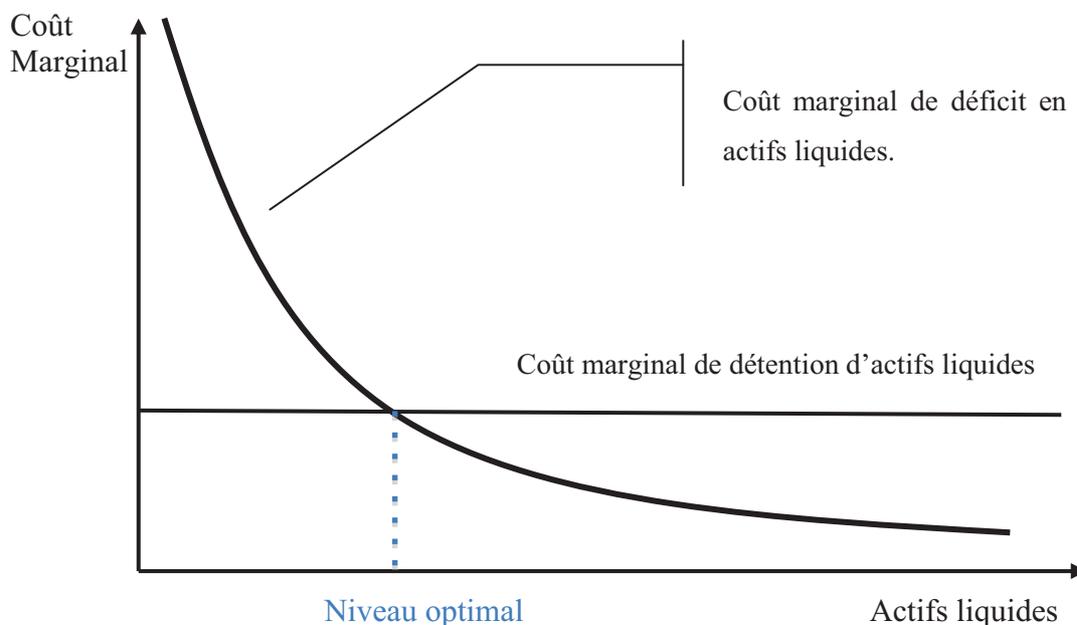


Source : Miller et Orr (1966)

## 2.2. La détermination du niveau cible d'actifs liquides

Au regard de la théorie de l'arbitrage, il existe un niveau optimal de détention d'actifs liquides qu'il est possible de représenter de manière graphique par l'intersection entre la courbe du coût marginal de détention d'actifs liquides et la courbe du coût marginal de déficit en actifs liquides (Opler et al., 1999) :

**FIGURE 6: DETERMINATION GRAPHIQUE DU NIVEAU OPTIMAL D'ACTIFS LIQUIDES**



Source : Opler et al. (1999)

Si l'entreprise se trouve en situation de déficit de liquidités, elle sera contrainte de diminuer ses investissements, ses dividendes<sup>18</sup>, de lever des fonds externes (augmentation de capital, endettement, ou cession d'actifs) ou encore de renégocier des contrats de financement existants.

Toutes ces opérations entraînent des coûts de transaction et la détention de liquidités s'en trouve avantageuse puisqu'elle permet à l'entreprise d'économiser ces coûts (motif de transaction) et d'éviter la détresse financière (motif de précaution). Cela dit, la détention de liquidités présente également des inconvénients à cause du coût d'opportunité du capital<sup>19</sup> puisque le rendement des actifs liquides est inférieur au rendement des investissements en actifs réels<sup>20</sup>.

Selon la théorie du compromis, il existe, comme pour l'endettement, un niveau optimal de détention d'actifs liquides qui découle de l'arbitrage entre le coût marginal et le bénéfice marginal de la détention d'actifs liquides. Ce niveau optimal dépend de plusieurs facteurs affectant le coût du déficit de liquidités. Plus il est coûteux pour l'entreprise de se retrouver en déficit de liquidités, plus la détention d'actifs liquides est avantageuse.

Ainsi, le niveau optimal des liquidités augmente avec le coût du financement externe, l'importance des opportunités d'investissements, le coût de liquidation des autres catégories d'actifs, le coût de renégociation des dettes, le coût de diminutions ou d'omissions de dividendes, la volatilité des revenus et les coûts de détresse financière. En revanche, le coût de financement externe diminue avec le taux d'intérêt et le coût d'opportunité du capital.

---

<sup>18</sup> Au regard de la théorie du signal, en situation d'asymétrie d'information, la décision de diminution ou d'omission de dividendes est une mauvaise nouvelle pour les actionnaires. C'est une situation désavantageuse pour l'entreprise car elle envoie un signal négatif sur les prévisions de résultats futurs au marché qui risque de faire baisser la valeur des actions de l'entreprise (Miller et Rock 1985).

<sup>19</sup> Dans le jargon financier, il s'agit du coût de portage. Ce coût est d'autant plus élevé que l'entreprise est endettée car les intérêts payés de ses dettes sont supérieurs aux intérêts perçus de ses placements.

<sup>20</sup> Dans une version étendue de la théorie de l'arbitrage, il est possible d'inclure le risque d'opportunisme managérial aux inconvénients de la détention de liquidités. Ce point fait l'objet du deuxième chapitre.

D'autres auteurs ajoutent un argument fiscal pour expliquer la détention d'actifs liquides dans la mesure où il peut être coûteux pour les entreprises multinationales de rapatrier les liquidités détenues par des filiales à l'étranger. Lorsque le coût fiscal de rapatriement des liquidités est élevé, les multinationales peuvent décider de maintenir ces liquidités à l'étranger afin d'éviter cette charge fiscale (Foley et al. 2007). Par ailleurs, les actifs liquides entraînent une augmentation des impôts sur les revenus financiers ce qui les rend moins avantageux que la dette qui, au contraire, génère des économies d'impôts grâce à la déductibilité des intérêts payés (Riddick & Whited, 2009). Le coût fiscal représente donc un inconvénient à la détention d'actifs liquides et diminue le niveau optimal de liquidités.

Cette section, visant le dépassement des hypothèses de la théorie financière néoclassique, a permis, à travers la présentation des notions clés de l'approche keynésienne des motifs de la préférence pour la liquidité, des modèles de gestion des disponibilités et de la théorie de l'arbitrage, de mettre en évidence l'existence à la fois des avantages et des inconvénients à la détention de liquidités.

La section suivante sera consacrée à l'examen des avantages de la décision de détention d'actifs liquides : s'agit-il d'une décision rationnelle et créatrice de valeur ? La réponse à cette question se fera à travers la présentation de la théorie du financement hiérarchique et la définition de la stratégie de couverture des risques. D'importantes questions se posent à ce niveau d'analyse : en raison du coût élevé ou prohibitif du financement externe, la détention d'actifs liquides permet-elle aux entreprises d'économiser les coûts de transaction du financement externe et d'assurer leurs programmes d'investissement ? Face au risque de contraintes de financement, de baisse du cash-flow et de dégradation des conditions macroéconomiques, la détention de liquidités constitue-t-elle une stratégie efficace de couverture du risque ? Afin de pouvoir saisir les opportunités d'investissements et relever les défis des menaces de l'environnement, la flexibilité financière constitue-t-elle un argument en faveur de la détention des actifs liquides ?

## SECTION II : LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES : UNE DECISION RATIONNELLE ET CREATRICE DE VALEUR

L'abandon des hypothèses de la théorie financière néoclassique et la prise en compte des imperfections des marchés (coûts de transaction, asymétrie informationnelle et coûts d'agence de l'endettement) et de l'incertitude économique mettent en évidence l'existence de nombreux avantages à la détention d'actifs liquides.

En effet, la détention d'actifs liquides permet aux entreprises d'économiser les coûts de transaction et d'assurer leurs programmes d'investissement lorsque le financement externe est coûteux ou indisponible (1). En outre, elle représente une stratégie de couverture du risque de baisse du cash-flow et de dégradation des conditions macroéconomiques (2). Elle offre donc aux entreprises la flexibilité financière (3) nécessaire pour profiter des opportunités d'investissements et de réagir aux menaces de l'environnement.

Dans la section suivante, l'analyse de ces avantages met en évidence que la décision de détention d'actifs liquides est une décision rationnelle et créatrice de valeur.

### 1. Explications de la détention d'actifs liquides par l'asymétrie informationnelle : la théorie du financement hiérarchique

La finance néoclassique repose sur l'hypothèse de la perfection de l'information qui stipule que celle-ci est partagée sans coûts par tous. Dans le monde réel, il existe une asymétrie d'information dès lors que l'information n'est pas répartie de manière uniforme entre les parties prenantes d'une transaction que ce soit avant ou après sa conclusion.

A partir de l'analyse du marché des voitures d'occasions, Akerlof (1970) montre que l'existence de produits de qualités différentes sur un marché pose le problème de leur évaluation. Les acheteurs ne peuvent pas vérifier, avant l'achat, la qualité des voitures proposées. Cette incertitude implique l'existence d'un risque d'opportunisme précontractuel, puisque les vendeurs qui connaissent la qualité de leurs voitures peuvent dissimuler d'éventuels vices cachés et les vendre au prix d'une voiture en bon état. Ainsi, l'asymétrie d'information rend difficile l'évaluation de voitures apparemment identiques et fait que le prix n'est pas un parfait signal de la valeur de la voiture.

Les acheteurs savent que parmi les voitures proposées, certaines sont en mauvais état. Confrontés au risque d'acheter une voiture en mauvais état, s'ils ne peuvent distinguer les voitures de bonne qualité, les acheteurs cherchent à payer le moins cher possible. Par conséquent, un prix moyen et unique s'établit sur le marché pour toutes les voitures. Les vendeurs de voitures en bon état jugeront que leurs voitures peuvent être vendues à des prix supérieurs et les retirent du marché. Par conséquent, seules les voitures en mauvais état (les « lemons ») restent sur le marché. Ainsi, cet opportunisme précontractuel crée des situations de sélection adverse sur le marché, car seules les voitures défectueuses sont vendues sur le marché des voitures d'occasion « Les mauvais produits chassent les bons ». Le marché des voitures d'occasion ne constitue qu'une illustration du modèle d'Akerlof (1970) ; modèle qui peut être généralisé à d'autres applications économiques.

Cette section présente la théorie du pecking order selon laquelle, l'asymétrie informationnelle est la principale source de distorsions qui affecte les décisions financières et qui explique la détention préférentielle d'actifs liquides par les entreprises. L'asymétrie informationnelle rend le recours au financement externe coûteux voire indisponible et la détention de liquidités non seulement préférable mais également indispensable si l'entreprise souhaite assurer ses programmes d'investissements.

### 1.1. L'asymétrie informationnelle et les conflits d'intérêt entre les actionnaires en place et les actionnaires potentiels

Les travaux de Donaldson (1961) ont constitué le fondement de la théorie de la hiérarchie des choix des modes de financement. Il est le premier à décrire, à travers des études de cas, la préférence hiérarchique des entreprises en matière de financement. Il observe que, contrairement aux postulats de la théorie de l'arbitrage, la détermination de la structure financière ne se calcule pas à la marge mais découle de la hiérarchie des préférences des modes de financement. En voici le postulat: les entreprises ont un recours préférentiel d'abord à l'autofinancement, ensuite à l'endettement et enfin à l'émission de nouvelles actions. Il n'existe donc pas selon cette théorie de niveau optimal d'endettement ou de liquidités. Cela dit, Donaldson n'a pas apporté d'explications à ce comportement. Il faut attendre les travaux de Myers (1984) et de Myers et Majluf (1984). En effet, pour ces derniers, cette préférence pour les ressources internes est le résultat de l'asymétrie de l'information entre trois différentes catégories d'acteurs : les actionnaires en place, les actionnaires potentiels et les créanciers.

Selon Myers et Majluf, (1984), la préférence pour l'autofinancement découle de l'asymétrie d'information entre les actionnaires en place et les actionnaires potentiels qui ne connaissent pas parfaitement la qualité de l'entreprise et de ses opportunités de croissance. Si, selon la théorie de l'efficience informationnelle, le cours de l'action de l'entreprise reflète toute l'information disponible (Fama E. F., 1970), la théorie du pecking order, elle, stipule que le cours de l'entreprise ne reflète que l'information publique disponible et qu'il demeure une part d'information privée connue seulement des dirigeants et des actionnaires en place (notamment sur la qualité et le risque de ses projets d'investissement). De la même manière que les acheteurs de voitures d'occasion décrits par Akerlof (1970), les investisseurs potentiels craignent que les actions de l'entreprise soient surévaluées. Cette crainte rend le recours au marché financier coûteux à cause du risque de sélection adverse sur les actifs de l'entreprise.

En considérant que les marchés financiers ne sont pas parfaits et que les intervenants sur les marchés n'ont pas une connaissance parfaite de la qualité de l'entreprise, la valeur boursière peut ne pas refléter parfaitement la valeur réelle de l'entreprise et être sous ou sur évaluée. Devant le risque de surévaluation des actions de l'entreprise, les actionnaires potentiels, exigent que l'entreprise émette des actions à un prix inférieur à la valeur boursière du capital<sup>21</sup>. Ils cherchent ainsi à protéger leur investissement du risque de sélection adverse.

En effet, les investisseurs jugent que les dirigeants disposent d'informations privilégiées sur la valeur actuelle et future de l'entreprise. Ils estiment également que les entreprises (dans une optique de minimisation du coût du financement) gèrent le timing des augmentations de capital en évitant les périodes durant lesquelles leur entreprise est sous-évaluée et en profitant de périodes durant lesquelles l'entreprise est surévaluée. Par conséquent, les investisseurs interprètent les opérations d'augmentation de capital comme un signal de mauvaises nouvelles sur la valeur de la firme (Myers 1993) et exigent une prime de risque supplémentaire. Il s'ensuit que les dirigeants d'entreprises de bonne qualité et disposant de bonnes opportunités d'investissements (agissant dans l'objectif de maximiser la valeur - c'est à dire la richesse des actionnaires en place) cherchent à minimiser les coûts de transaction

---

<sup>21</sup> Des études empiriques prouvent que lors d'émissions d'actions nouvelles en vue de financer des opportunités d'investissement rentables, le cours des actions chute (Krasker 1986).

prohibitifs inhérents au recours au marché des capitaux en situation d'asymétrie informationnelle, n'émettent pas d'actions nouvelles et abandonnent leurs investissements pourtant rentables afin de ne pas transférer la richesse des actionnaires actuels aux nouveaux actionnaires.

Les coûts de l'émission de nouvelles actions concernent par conséquent non seulement les coûts courants administratifs ou les coûts de chute du cours des actions de l'entreprise après l'émission, mais également les coûts du sous-investissement qui résultent de l'asymétrie d'information et du risque de sélection adverse. Ce problème d'asymétrie d'information pousse les dirigeants à choisir un mode de financement qui ne sera pas sous-évalué. Ils préfèrent ainsi financer des investissements rentables grâce au « slack financier » ou à l'endettement<sup>22</sup>.

### *1.2. Les coûts d'agence de l'endettement et les conflits d'intérêts entre les actionnaires en place et les créanciers*

Les relations entre l'entreprise et les créanciers sont également sujettes à l'asymétrie informationnelle. En plus du problème de sélection adverse, il existe également des risques de comportements opportunistes de transfert de risque et de détournement des gains des projets financés.

La sélection adverse sur le marché du crédit est étudiée par Stiglitz et Weiss (1981) de manière analogue à la sélection adverse sur le marché des voitures d'occasion par Akerlof (1970). Le problème de sélection adverse découle de l'asymétrie d'information régnant sur le marché du crédit et de l'existence de plusieurs emprunteurs avec des probabilités de remboursement différentes. Dans la mesure où la banque ne peut pas distinguer à l'avance les bons des mauvais emprunteurs, elle n'ajuste pas le taux d'intérêt en fonction du projet à financer, mais établit un taux d'intérêt unique et moyen incluant une prime de risque unique à l'ensemble des projets. Cette situation pénalise les porteurs de projets peu risqués, car ils paient une prime de risque supérieure à leur risque effectif et favorise les porteurs de projets

---

<sup>22</sup> Cela est confirmé par les travaux de Fama et French (1999) qui constatent que le pourcentage d'investissements financés par augmentation de capital aux Etats-Unis entre 1951-1996 est de seulement 7.9%.

très risqués. Par conséquent, les porteurs de bons projets quittent le marché du crédit et seuls les projets risqués subsistent. Cela mène au sous-investissement d'entreprises disposant de bonnes opportunités d'investissement préférant de pas payer une prime de risque supplémentaire et transférer la valeur des actionnaires en place à la faveur des créanciers. .

Stiglitz et Weiss (1981) mettent également en évidence le phénomène de rationnement du crédit qui désigne la situation dans laquelle, parmi des demandeurs d'emprunts apparemment identiques, certains obtiennent le crédit alors que d'autres ne l'obtiennent pas même s'ils offrent un taux d'intérêt plus élevé. En effet, les banques jugent que les demandeurs qui acceptent un taux d'intérêt supérieur au taux optimal sont probablement des porteurs de projets trop risqués par rapport aux autres demandeurs. Ainsi, même si la demande pousse le taux d'intérêt vers le haut, la meilleure stratégie de la banque sera de refuser le financement de ces projets. Cette situation pousse les banques à procéder à des ajustements d'équilibre et à rationner le crédit car au-delà d'un certain niveau de taux d'intérêt, le profit des banques chute.

Dans un monde de perfection de l'information, en plus de fixer le taux du crédit en fonction du risque du projet à financer, les créanciers connaissent l'ensemble des actions possibles que l'emprunteur peut entreprendre. Ainsi, ils peuvent contrôler les emprunteurs par la formulation de termes de contrat qui orientent leurs actions dans le sens de leurs intérêts. Dans la réalité, en revanche, les créanciers sont incapables de connaître avec exactitude les caractéristiques du projet mené par l'entreprise puisqu'il subsiste toujours un déséquilibre d'information même après examen des informations fournies. Car non seulement, comme l'a démontré Akerlof (1970) chez les vendeurs de voitures d'occasion, les emprunteurs peuvent omettre de révéler certaines informations sur la qualité ou le risque du projet financé, mais ils peuvent également ne pas respecter leurs engagements. En effet, l'asymétrie informationnelle peut également se manifester après la conclusion du contrat de financement dans la mesure où l'emprunteur peut détourner l'argent du prêt et l'allouer à des projets plus risqués à celui présenté initialement aux créanciers (Jensen & Meckling, 1976).

L'asymétrie d'information entre les managers et les apporteurs de fonds joue au bénéfice des premiers. En effet, cette opacité fait que les créanciers ne savent pas parfaitement dans quels projets sont investis leurs capitaux. Les emprunteurs, conscients de leur avantage informationnel, peuvent adopter un comportement opportuniste en substituant des choix de

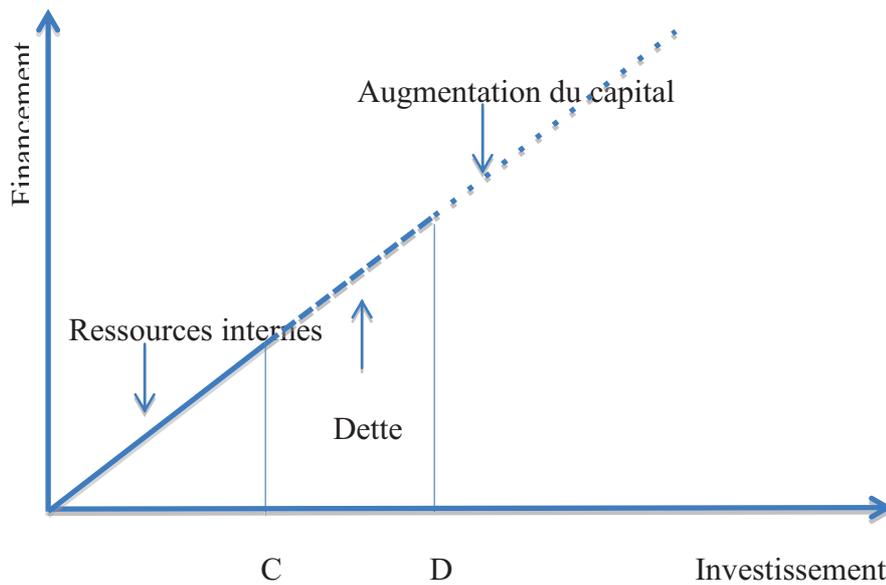
projets initiaux à d'autres plus risqués et transférer ainsi le risque aux créanciers car un projet risqué est préférable pour l'entreprise mais préjudiciable pour la banque.

Par conséquent, les créanciers demandent des garanties, mettent en place des systèmes de contrôle et exigent une prime de risque (Jensen & Meckling, 1976). Ce contrôle est coûteux et se répercute sur le coût du crédit. Si l'asymétrie d'information est si forte que le coût du contrôle dépasse les gains attendus du prêt, les prêteurs préfèrent alors renoncer à l'offre de prêt et rationner le crédit. Par conséquent, les emprunteurs pénalisés par une forte asymétrie informationnelle seront écartés du marché du crédit et ne pourront mener leurs projets faute de financement externe même s'ils disposent de bonnes opportunités d'investissement.

L'asymétrie de l'information peut également se révéler *ex post* et mener au rationnement du crédit. Il s'agit de l'aléa moral de détournement des gains liés à l'investissement (Williamson S. , 1986; 1987). Dans ce cas, l'asymétrie informationnelle apparaît après la décision de financement et après la réalisation du projet et concerne les retombées monétaires et non monétaires de l'investissement car les créanciers ne peuvent déterminer avec exactitude la rentabilité du projet financé. Un emprunteur immoral peut déclarer une rentabilité inférieure à la rentabilité effective afin de réduire le remboursement de l'emprunt.

Ainsi, à cause des risques de sélection adverse et de transfert de risque, le recours à l'endettement, à l'instar du recours aux augmentations du capital, conduit au problème de sous-investissement. Les actionnaires préfèrent abandonner des projets d'investissements rentables lorsque le coût de l'endettement est trop élevé. Le recours à l'autofinancement est plus avantageux puisqu'il permet d'éviter les différents coûts de transactions liés au financement externe et le risque de rationnement du crédit. Les entreprises sont, par conséquent, incitées à une détention préférentielle d'importants niveaux de liquidités pour éviter de devoir recourir au financement externe. Si les sources internes de financement sont insuffisantes pour financer les projets d'investissements, les entreprises auront un recours préférentiel à la dette financière non risquée, puis à l'endettement bancaire comme choix de second ordre et enfin aux augmentations de capital. Le graphique suivant représente la théorie du financement hiérarchique :

**FIGURE 7: PRESENTATION GRAPHIQUE DE LA THEORIE DU FINANCEMENT HIERARCHIQUE**



Source: Leary & Roberts (2010)

Afin de financer leurs investissements, les entreprises ont un recours privilégié aux ressources internes de financement et n'ont recours aux sources externes que lorsque les liquidités internes sont insuffisantes. Leary et Roberts (2010) représentent ainsi le seuil  $\tilde{C}_{it}$  par le point où<sup>23</sup>:

$$0 = Investissement_{it} - Ressourcesinternes_{it-1} - (\alpha_{it}^C + \varepsilon_{it})$$

Le choix entre ressources internes et externes est donné par :

$$RessourcesExternes = \begin{cases} 1 & Investissement_{it} \geq \tilde{C}_{it} \\ 0 & \text{Sinon} \end{cases}$$

Avec:  $\tilde{C}_{it} = Ressourcesinternes_{it} - (\alpha_{it}^C + \varepsilon_{it})$

---

23 Les auteurs autorisent une flexibilité dans la gestion des la trésorerie par le terme  $\alpha_{it}^C$ . Dans cette version modifiée de la théorie du financement hiérarchique, les entreprises peuvent maintenir des liquidités (notamment pour saisir des opportunités d'investissement ( $\alpha_{it}^C$  est donc fonction des opportunités d'investissement), alors que dans une application stricte de la théorie du financement hiérarchique, les entreprises utilisent l'intégralité de leurs liquidités pour financer les investissements; dans ce cas,  $\alpha_{it}^C$  serait égal à 0.

$$Ressourcesinternes_{it} = Actifsliquides_{it-1} + Cashflow_{it} - Dividendes_{it} - \Delta BFR_{it}$$

Le second seuil est construit de la même manière. Les entreprises autofinancent leurs investissements jusqu'au seuil C à partir duquel elles s'endettent. Puis, au delà du point D, lorsqu'elles ne peuvent plus s'endetter, elles ont recours aux augmentations de capital. (D – C) représente donc la capacité d'endettement de l'entreprise<sup>24</sup>.

Le choix entre dettes et capitaux propres est ainsi donné par:

$$Capitauxpropres = \begin{cases} 1 & Investissement_{it} \geq \tilde{D}_{it} \\ 0 & \tilde{C}_{it} \leq Investissement_{it} < \tilde{D}_{it} \end{cases}$$

où :  $\tilde{D}_{it} = (Ressourcesinternes_{it} - \alpha_{it}^C + \varepsilon_{it} + \alpha_{it}^D + \eta_{it} - Dette_{it-1})$

$\varepsilon_{it}$  et  $\eta_{it}$  sont des termes d'erreur.

Dans ce qui précède, il a été question de l'analyse des avantages de la détention d'actifs liquides mettant en évidence son caractère rationnel et créateur de valeur. La théorie du financement hiérarchique s'efforce d'expliquer ladite détention par le recours à la notion d'asymétrie informationnelle, en raison de laquelle, les sources de financement externe sont coûteuses. Dans ce contexte, les entreprises préfèrent pratiquer la détention de liquidités afin de financer à moindre coût leurs projets de financement et d'économiser les coûts de transaction du financement externe.

Cet avantage correspond au motif de transaction présenté par Keynes (1936). Qu'en est-il du deuxième motif Keynésien de la préférence pour la liquidité ? Sous quel angle les actifs liquides peuvent-ils constituer une stratégie de protection contre les risques idiosyncrasiques et/ou systémiques ? Dans quelle mesure la gestion des actifs liquides dépend-elle des

---

24 Ici, les auteurs permettent aux entreprises de ne pas utiliser l'intégralité de leur capacité d'endettement grâce au terme  $\alpha_{it}^D$ . Dans la version modifiée de la théorie du financement hiérarchique de Myers (1984), les entreprises se retiennent d'utiliser 100% de la dette disponibles afin de maintenir une capacité d'endettement de secours ( $\alpha_{it}^D$  est ainsi fonction de la capacité d'endettement de l'entreprise) alors que dans une vision stricte de la théorie les entreprises évitent le recours aux augmentations de capital et  $\alpha_{it}^D$  serait alors infini.

fluctuations du contexte macro-économique ? Par ailleurs, quelle est la relation entre la détention de liquidité et la flexibilité financière des entreprises ?

## 2. La détention d'actifs liquides : une stratégie de couverture des risques

Les entreprises détiennent des « matelas de sécurité » pour faire face à des obligations ultérieures qui ne sont pas actuellement prévisibles, en particulier dans un environnement économique incertain et volatile. Une direction prudente et avertie constitue des réserves de liquidités comme stratégie de gestion des risques idiosyncrasiques comme des risques systémiques.

Ce comportement est parfaitement aligné avec l'objectif de maximisation de la valeur. Confrontées à la hausse du risque idiosyncrasique et à l'incertitude économique, les entreprises accumulent des liquidités pour faire face au risque de contraintes de financement (2.1), à la volatilité du cash-flow (2.2) et aux coups durs de l'économie (2.3).

### 2.1. La détention d'actifs liquides face aux risques de contraintes de financement

Il apparaît des développements précédents que les imperfections des marchés des capitaux font que les sources de financement internes et externes ne sont pas de parfaits substituts. Les décisions d'investissement et de financement ne sont pas séparées tel que décrit par Modigliani et Miller (1958). En effet, l'investissement peut être influencé par des facteurs financiers tels que la facilité d'accès au crédit ou la détention de liquidités.

#### 2.1.1. *Les actifs liquides comme dette négative*

En l'absence de frictions du marché du financement externe et en l'absence d'autres facteurs avantageant ou désavantageant la dette ou les actifs liquides<sup>25</sup>, les liquidités ne représentent qu'une dette négative<sup>26</sup>. Les actifs liquides et la dette sont par conséquent parfaitement

---

<sup>25</sup> Rendement faible des liquidités, avantage fiscal de la dette, coûts de détresse financière ...

<sup>26</sup> Dans les modèles d'évaluation traditionnels (sans prise en compte des frictions des marchés des capitaux), les actifs liquides sont soustraits aux dettes afin de déterminer le levier d'endettement net. Etant donné que les liquidités peuvent être immédiatement utilisées pour réduire la dette, cette pratique assimile les actifs liquides à une dette négative et seul le levier net est utilisé pour évaluer la richesse résiduelle des actionnaires.

substituables (Acharya, Davydenko, & Strebulaev, 2011). Les managers sont indifférents quant à financer leurs investissements par des dette ou par des ressources internes et il semble, que dans ce cadre, il n'est pas pertinent de parler de politiques de financement. Par contre, en présence de frictions du marché, les actifs liquides ne sont pas équivalents à la dette car les sources de financement externes deviennent plus couteuses que les sources internes. De ce fait, le choix entre les sources de financement internes et externes dépend de l'asymétrie d'information et de coûts d'agence de l'endettement qui alourdissent les coûts du financement externe (Arslan, Florackis, & Ozkan, 2006). L'importance des frictions influence l'accès de l'entreprise au financement externe. De graves problèmes d'asymétrie d'information ou d'agence de la dette entraînent un rationnement du crédit. L'entreprise n'aura pas accès à la dette et ne pourra pas financer ses opportunités d'investissement à moins qu'elle ne dispose de liquidités internes suffisantes.

En d'autres termes, en présence de contraintes de financement, la détention d'actifs liquides augmente la capacité d'investissement des entreprises. Par conséquent, la facilité d'accès des capitaux au marché ainsi que l'existence d'opportunités d'investissement sont théoriquement des déterminants majeurs de la décision de détention d'actifs liquides.

### *2.1.2. La répercussion des contraintes de financement sur l'investissement*

Pour Kaplan et Zingales (1997), une entreprise est contrainte financièrement lorsqu'elle doit arbitrer entre les coûts de ses ressources internes et externes. Si d'après cette définition, toute entreprise est contrainte financièrement, il est par contre possible de classer les entreprises selon le poids de leurs contraintes financières. Cette classification dépend, comme décrit plus haut, du degré d'exposition de l'entreprise aux problèmes d'asymétrie d'information et de coûts d'agence de l'endettement. De manière générale, les entreprises les moins contraintes sont celles qui disposent d'importants niveaux d'actifs liquides et d'une situation nette confortable.

Le concept de contraintes financières a été analysé en premier par Fazzari, Hubbard et Peterson (1988) en relation avec la décision d'investissement. Partant de la théorie du financement hiérarchique, ils ont étudié la relation de dépendance entre investissement et financement et l'impact des frictions des marchés des capitaux sur l'investissement des entreprises. Les auteurs ont ainsi montré qu'il existe une sensibilité de l'investissement aux cash-flows pour les firmes subissant des contraintes de financement. Les investissements de

ces entreprises dépendent non seulement de l'existence d'opportunités de projets rentables mais également de la disponibilité de ressources internes pour les financer.

Pour vérifier leur hypothèse, les deux auteurs ont divisé un échantillon de 421 entreprises en trois groupes selon des critères financiers (taille, dividendes, âge, notation de crédit, etc.) permettant d'identifier *a priori* les entreprises les moins contraintes financièrement des entreprises les plus contraintes. Leurs résultats confirment bien leur hypothèse: les investissements des entreprises contraintes financièrement sont plus sensibles aux cash-flows que ceux des entreprises non contraintes. Ils concluent donc que, conformément à la théorie du pecking order, les contraintes de financement altèrent la capacité d'investissement des entreprises et la disponibilité de fonds propres lui permet de poursuivre son programme d'investissement sans recourir à des sources de financement externes plus coûteuses<sup>27</sup>.

Il convient de noter que, bien que ces résultats aient été confirmés par plusieurs études empiriques (Bond et al. 1997, Fohlin 1998, Audretsch et Elston 1988, etc.), il existe une controverse sur la méthodologie et les résultats de Fazzari et al. (1988). En effet, Kaplan et Zingales (1997), Erickson et Whited (2000) et Alti (2003) remettent en question l'utilisation du Tobin Q comme seul indicateur des opportunités d'investissement des entreprises et ils regrettent la non prise en compte du contenu informationnel du cash-flow. De plus, pour Kaplan et Zingales (1997), la sensibilité des investissements au cash-flow n'est pas une bonne mesure des contraintes de financement. Après avoir étudié en profondeur un échantillon de 49 entreprises affichant une forte sensibilité des investissements aux cash-flows, ils soutiennent que la sensibilité des investissements aux cash-flows n'augmente pas de manière monotone. En effet, Kaplan et Zingales (1997) et Cleary (1999) soutiennent que les entreprises les moins contraintes sont celles qui affichent la plus grande sensibilité des investissements au cash-flow.

## 2.2. Les actifs liquides : un instrument de couverture du risque idiosyncrasique

Plusieurs recherches empiriques ont mis en évidence la hausse considérable du niveau d'actifs liquides des entreprises. Bates, Kahle et Stulz (2009) indiquent notamment que le

---

<sup>27</sup> Selon Fazzari et al. (1988), l'existence de contraintes de financement est la raison pour laquelle les entreprises américaines privilégient les ressources internes pour financer leurs investissements et cela depuis au moins la fin du 19<sup>ème</sup> siècle.

ratio de liquidité des entreprises américaines a plus que doublé sur la période 1980-2006 (de 10.5% en 1980 à 23,2% en 2006) et que le montant des liquidités détenues est même devenu supérieur au montant de la dette des entreprises américaines. Les auteurs expliquent ce comportement par la hausse du risque idiosyncrasique des entreprises mise en évidence par Campbell et al. (2001) durant ces dernières décennies. Bates, Kahle et Stulz (2009) montrent que les entreprises les plus exposées au risque ont augmenté leurs niveaux de liquidités de près de 300% alors que les entreprises les moins exposées ont augmenté leurs liquidités de moins de 50%. Les auteurs soulignent que la récente légère baisse<sup>28</sup> du risque idiosyncrasique a été suivie par une légère diminution des niveaux de liquidités ce qui confirme donc cette corrélation.

*« Le risque spécifique, appelé également risque intrinsèque ou risque idiosyncrasique, est indépendant des phénomènes qui affectent l'ensemble des titres. Il résulte uniquement d'éléments particuliers qui affectent tel ou tel titre : c'est la mauvaise gestion de l'entreprise, l'incendie qui détruit son usine ou l'invention technologique qui rend obsolète sa principale gamme de produits... »* (Vernimmen, 2011)

Irvine et Pontiff (2008) expliquent la hausse du risque idiosyncrasique par l'intensification de la concurrence durant ces dernières décennies qui s'est manifestée par une hausse de la volatilité de leur cash-flow et une augmentation significative des réserves de trésorerie pour y faire face (Morellec et Nikolov 2009). Selon Duchin (2010), cette augmentation s'explique également par le recentrage stratégique des entreprises sur leur cœur de métier qui a pour conséquence, outre une meilleure rentabilité, des niveaux de risque d'exploitation et de détention d'actifs liquides plus élevés. En effet, l'auteur montre que les entreprises diversifiées détiennent significativement moins d'actifs liquides, car leur cash-flow et leurs opportunités d'investissement sont moins volatiles.

### *2.2.1. La volatilité du cash-flow*

La volatilité des revenus de l'entreprise a des conséquences négatives sur la valeur de l'entreprise dans la mesure où elle augmente le risque de sous-investissement et diminue la

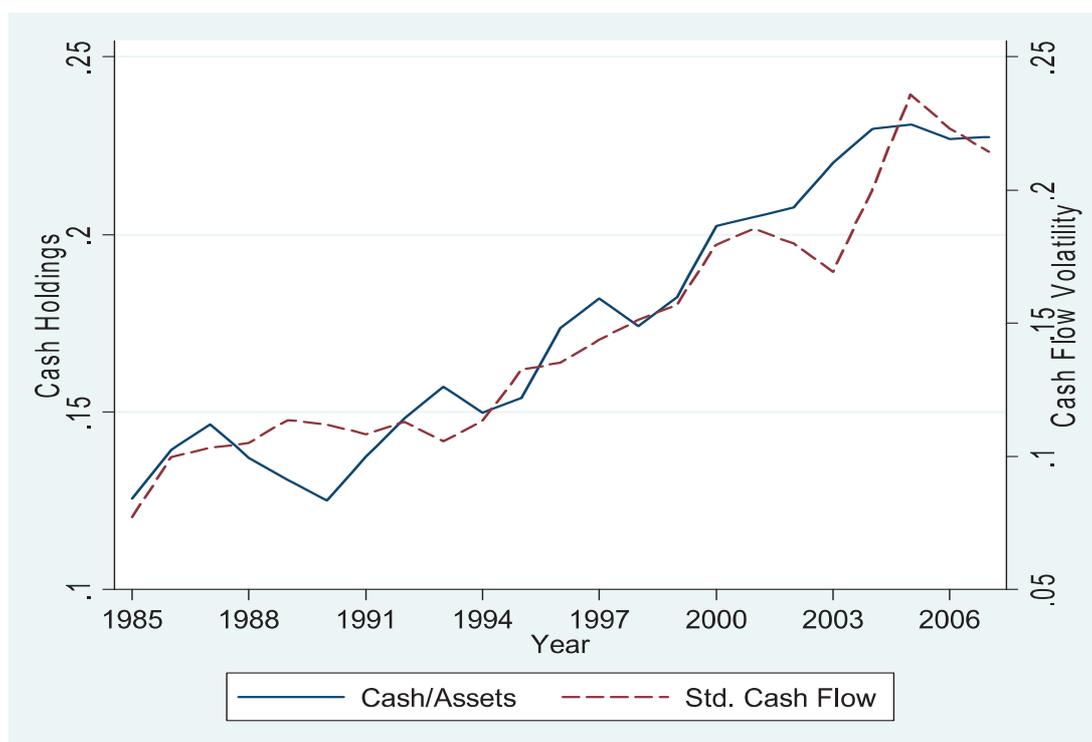
---

<sup>28</sup> Il convient de préciser que la période d'étude de Bates et al. (2009) s'achève en 2006 et ne prend pas en considération les effets de la récente crise financière et des prêts « subprimes ».

valeur espérée du cash-flow. L'entreprise peut se retrouver obligée de retarder voire d'annuler ses investissements. En effet, une volatilité élevée des cash-flows est associée à un faible niveau d'investissement, de dépenses en R&D et en publicité (Froot, Scharfstein, & Stein, 1993; Stulz R. M., 1990; Han & Qiu, 2007) surtout que les entreprises préfèrent abandonner ou réduire des projets d'investissements plutôt que de recourir aux marchés des capitaux pour combler un déficit en cash-flow (Minton & Schrand, 1999). L'entreprise peut également se retrouver contrainte de diminuer ou d'annuler la distribution de dividendes.

Pour éviter ces situations, il est nécessaire de gérer ces risques en ayant recours aux assurances, aux instruments de couverture ou à la diversification des activités. Cela dit, malgré le développement des outils de couverture des risques (comme les options, les futures, les swaps, etc.), les entreprises ne peuvent pas (ou ne préfèrent pas) couvrir tous les risques (Bates, Kahle, & Stulz, 2009). Dans ce cas, l'accumulation de liquidités et/ou le recours aux lignes de crédit offrent aux entreprises une alternative aux opérations de couverture afin de gérer leurs risques. Ce lien est illustré par le graphique ci-dessous qui montre la corrélation entre le niveau moyen de détention d'actifs liquides et la moyenne de la volatilité du cash-flow des entreprises américaines (non financières) entre 1985 et 2006.

**FIGURE 8: LE LIEN ENTRE LA VOLATILITE DU CASH-FLOW ET LE NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES**



Source : Lai, Sadjahin, & Issouf, (2010)

Alors que la gestion des risques et la gestion de la trésorerie ont toujours été étudiées séparément, on commence depuis quelques années à étudier leurs interactions dans la mesure où il existe un effet de substituabilité entre la couverture du risque de cash-flow et la détention d'actifs liquides. En effet, plusieurs études ont montré que l'utilisation des instruments de couverture de risque s'accompagne généralement d'une baisse des actifs liquides et inversement (Froot, Scharfstein, & Stein, 1993; Geczy, Minton, & C. Schrand, 1997; Disatnik, Duchin, & Schmid, 2011). Un niveau optimal peut être déterminé au point où les bénéfices d'un euro supplémentaire de couverture atteignent le bénéfice d'un euro investi en actifs liquides. Par ailleurs, l'arbitrage entre détention d'actifs liquides et opérations de couverture devrait dépendre de la sensibilité des opportunités d'investissements futures de l'entreprise à ses cash-flows. Disatnik, Duchin et Schmid (2011) précisent bien que cette substituabilité entre actifs liquides et instruments de couverture est forte chez les entreprises contraintes financièrement et faible (voire nulle) chez les entreprises non contraintes.

Han et Qiu (2006) vont dans le même sens et précisent que l'impact de la volatilité des cash-flows sur la détention d'actifs liquides dépend des contraintes de financement. Seules les entreprises contraintes financièrement augmentent leur niveau d'actifs liquides en réaction à une hausse de la volatilité de leurs cash-flows. La volatilité des cash-flows augmente non seulement la probabilité de devoir recourir au financement externe mais augmente également les coûts du financement externe à cause des imperfections du marché, notamment l'asymétrie d'information (les créanciers sont plus réticents à emprunter à une entreprise dont les cash-flows sont volatiles). En d'autres termes, la volatilité des cash-flows augmente à la fois le besoin des entreprises de recourir aux marchés des capitaux et le coût de ce recours.

La détention d'actifs liquides réduit, en effet, la probabilité de défaillance en cas de déficits de liquidités et évite l'obligation de renoncer à des projets d'investissement profitables. La détention d'actifs liquides réduit ainsi le coût du financement si l'entreprise a besoin de capitaux supplémentaires et crée de la valeur par la réduction du risque de sous-investissement.

### *2.2.2. La relation d'interaction entre la liquidité et le risque de défaut*

Au-delà du risque de sous-investissement, la volatilité du cash-flow augmente également la probabilité d'une pénurie de liquidités qui peut empêcher l'entreprise de faire face à ses

obligations, la conduisant au risque de détresse financière. Une entreprise est dite en détresse financière lorsque ses actifs liquides ne sont pas suffisants pour honorer ses engagements financiers immédiatement exigibles (John 1993). A moins de mettre en œuvre des mécanismes de sauvegarde de la société, celle-ci fera faillite. Ces mécanismes engendrent des coûts pour l'entreprise. Ce sont les coûts de la détresse financière. Selon John (1993), la détresse financière peut être gérée par deux mécanismes : la restructuration du passif du bilan ou la restructuration de l'actif. La restructuration du passif signifie une restructuration des contrats de dette (diminution du principal et des intérêts, maturité plus longue, etc.) et la réduction de la part de la dette dans les capitaux propres (qui revient à diminuer le recours à la dette selon Teresa 1993) alors que la restructuration de l'actif consiste à augmenter le niveau des actifs liquides (par la cession d'actifs réels par exemple). Les travaux de John (1993) montrent que les entreprises subissant d'importants coûts de détresse financière et dont les cash-flows sont volatiles détiennent plus de liquidités. Ces résultats sont confirmés par d'autres études comme celles de Kim et al. (1998) et Opler et al. (1999).

Dans le modèle structurel du risque de défaut de Merton (1974), la défaillance d'une entreprise survient lorsque la valeur de marché de ses actifs devient inférieure à la valeur de la dette<sup>29</sup>. Dans ce cadre, le financement externe n'est pas coûteux et tant que la valeur des actifs reste au-dessus de ce seuil, l'entreprise peut toujours lever des fonds externes pour faire face à une pénurie de liquidités. La détention d'actifs liquides n'est donc pas pertinente. Par contre, dès que l'on considère les frictions des marchés, les coûts du financement externe et les coûts de détresse financière, la détention de liquidités devient pertinente pour les entreprises contraintes financièrement ou plus exposées aux risques et débouche sur une politique de trésorerie optimale qui dépend de deux principaux facteurs : l'incertitude pesant sur les résultats futurs et la facilité d'accès au financement externe.

Les modèles dérivés des travaux de Merton 1974<sup>30</sup> s'intéressent principalement à la volatilité et au levier comme déterminants du risque de crédit des entreprises et ignorent l'effet potentiel des liquidités. D'autres modèles (comme le modèle z-score d'Atman 1968) prennent bien en compte la liquidité du bilan des entreprises comme déterminant potentiel de leur

---

<sup>29</sup> Ce seuil (ou frontière) de défaut correspond au point où les fonds propres deviennent nuls.

<sup>30</sup> Voir notamment : Black et Cox (1976), Leland (1994, 2004), Ericsson, Reneby, et Wang (2005), etc.

risque de défaut. Cela dit, elle n'est pas considérée comme un déterminant endogène, mais comme une variable indépendante. L'approche communément utilisée consiste à identifier un ensemble de facteurs qui affectent théoriquement le risque de défaut (dont le niveau d'actifs liquides) et de les considérer comme donnés.

Acharya et al. (2011) considèrent, quant à eux, que la relation entre le niveau d'actifs liquides et le risque de défaut est plus subtile. Il existe selon ces auteurs une interaction entre risque de défaut et liquidités. Les réserves de liquidités affectent la probabilité de défaut de l'entreprise et cette observation affecte à son tour le niveau optimal de liquidités à détenir. Les actifs liquides constituent par conséquent un facteur endogène associé au risque de défaut. Les auteurs testent l'intuition simple et a priori évidente qu'une entreprise détenant d'importantes réserves de liquidités est à l'abri du risque de défaut. La relation entre détention de liquidités et risque de défaut devrait être négative. Cela dit, si tout comme Davydenko (2011), les auteurs trouvent que la détention de réserves importantes de liquidités réduit le risque de défaut à court terme, ils indiquent en revanche que la relation devient positive à plus long terme (2 à 5 ans). En effet, ils observent un lien positif et robuste entre la liquidité des entreprises, le spread de crédit et le risque de défaut. Les caractéristiques qui affectent le risque de crédit de l'entreprise (comme la volatilité, le levier, la profitabilité ou les contraintes de financement) affectent également les liquidités de l'entreprise qui affectent à leur tour le spread de crédit. Les auteurs indiquent que plus le risque d'illiquidité future est élevé, plus les entreprises accumulent davantage d'actifs liquides afin de couvrir le risque de défaut futur et concluent que la détention d'actifs liquides n'est pas un signe de bonne santé financière mais plutôt un bon indicateur du risque futur.

### 2.3. La dépendance de la gestion des actifs liquides des fluctuations du contexte macro-économique

L'étude de la détention des liquidités et de la gestion de ces ressources est souvent ignorée jusqu'à ce qu'une crise économique force les dirigeants à admettre l'importance de détenir des liquidités (Chen & Mahajan, 2010). Durant cette dernière décennie, les recherches menées sur la décision d'investissement en actifs liquides en relation avec les caractéristiques spécifiques et intrinsèques des entreprises sont relativement nombreuses. Par contre, les études associant la liquidité des entreprises au contexte économique sont plus rares. Pourtant, l'intuition économique suggère qu'en plus des caractéristiques spécifiques aux entreprises, le contexte économique peut influencer de manière significative les décisions financières des

entreprises et plus particulièrement le niveau des réserves de trésorerie. Dans ce sens, Miguel, Custodio et Raposo (2005) se demandent si c'est une pure coïncidence qu'en 2001, année marquée par une récession économique (liée à l'éclatement de la bulle internet), la détention d'actifs liquides ait atteint des sommets en augmentant de manière très considérable dès le premier trimestre 2001. La question de savoir si le comportement accumulateur des managers, et les éventuels coûts d'agence en résultant, est exacerbé durant les cycles de récession économique est ainsi posée.

*"The financial market crisis that erupted in August 2007 has developed into the largest financial shock since the Great Depression, inflicting heavy damage on markets and institutions at the core of the financial system."*

*Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook, Avril 2008*

Cette question est d'autant plus pertinente que depuis 2007, le monde économique et financier connaît la pire crise financière depuis la grande dépression des années 30. Cette crise a eu de sévères conséquences sur le système financier et sur les entreprises. La valeur de marché des institutions financières s'est considérablement dégradée menant jusqu'à la faillite inattendue de Lehman Brothers (une des plus grandes banques américaines dont la valeur s'est dépréciée de 73%) ou à la saisie en 2008 de la plus grande caisse d'épargne américaine (Washington Mutual) par les autorités américaines. Cette crise financière s'est également suivie d'une « érosion » de la confiance en la fiabilité de la notation de crédit (financière ou non). Cela a eu pour conséquence un regain d'intérêt de la part des institutions financières pour la gestion des risques et une frilosité au financement de projets risqués.

### *2.3.1. L'impact des fluctuations macro-économiques sur le financement des entreprises*

Les choix relatifs à la structure financière varient dans le temps et d'une entreprise à une autre. Ces choix sont généralement attribués par la littérature financière à des variables intrinsèques<sup>31</sup> des entreprises (Titman et Wessels (1988), Hovakimian, Opler et Titman, (2001), Fama and French (2002), etc.). Mais d'auteurs auteurs comme Korajczyk et Levy (2003) ou Hackbarth, Miao et Morellec (2006) se concentrent sur l'étude de l'impact des

---

<sup>31</sup>Taille, fiscalité, tangibilité des actifs, profitabilité, opportunités de croissance, etc.

conditions économiques et des contraintes financières sur la structure du capital des entreprises. Une entreprise contrainte financièrement ne prend pas les mêmes décisions de financement qu'une entreprise non contrainte. De même, des variations dans le temps des conditions macroéconomiques mènent à différents choix de structures de capital et des niveaux différents de détention d'actifs liquides.

Durant les périodes de récession, les opportunités d'investissements sont faibles, les problèmes de trésorerie sont amplifiés, la volatilité des cash-flows ainsi que le risque de défaut sont plus élevés et l'accès au crédit est plus difficile à cause de l'augmentation des coûts d'agence de l'endettement aggravant la sensibilité des investissements au cash-flow. Par conséquent les conditions macro-économiques ont des répercussions à la fois sur les décisions d'investissement, de financement et de détention d'actifs liquides.

L'écart entre le coût du financement interne et le coût du financement externe se creuse davantage car les ressources externes deviennent non seulement plus coûteuses mais également moins disponibles. Le fonctionnement des marchés des capitaux est entravé et les coûts d'agence de la dette sont plus importants car comme le précisent Bernanke et Gertler

(1989), les imperfections des marchés sont amplifiées durant ces périodes de crise. Par conséquent, les besoins de précaution des entreprises sont encore plus élevés. Le risque de défaillance des entreprises est notamment plus élevé durant les périodes de récession (Duffie & Singleton, 2003), les créanciers deviennent plus exigeants et certaines entreprises ne peuvent tout simplement plus s'endetter.

*« In good times, when profits are high and balance sheets are healthy, it is easier for firms for firms to obtain outside funds » Ben Bernanke et Mark Gertler, 1989, p. 27*

De plus, les périodes de crises économiques sont accompagnées de chocs monétaires à travers des politiques monétaires plus restrictives. Selon la théorie du canal large du crédit (appelée également accélérateur financier), les conditions du financement externe des entreprises sont modifiées durant les périodes de crises par le biais de deux mécanismes :

Le premier concerne l'impact des fluctuations économiques sur la richesse des emprunteurs. En effet, selon Bernanke et Gertler (1989), les crises économiques font baisser la profitabilité des investissements et la richesse nette des entreprises<sup>32</sup> (baisse de la valeur actualisée des cash-flows futurs des entreprises ainsi que la valeur des actifs qu'elles possèdent). Cette baisse de la richesse des emprunteurs diminue les garanties offertes aux prêteurs et augmente l'aléa moral et le risque supporté par les créanciers. Ces derniers refusent par conséquent d'accorder des prêts ou du moins exigent une prime supplémentaire ce qui alourdit le coût du financement.

Le deuxième mécanisme est relatif à l'impact de la sphère financière sur la sphère réelle à travers les fluctuations de la politique monétaire. Durant les périodes de crise, sous l'impulsion de politiques monétaires plus restrictives, le coût du financement externe augmente avec la hausse du taux d'intérêt directeur (Gertler & Gilchrist, 1993) et la capacité d'endettement des entreprises est ainsi dégradée. Les contraintes de financement sont donc plus élevées durant les périodes de crise. Par conséquent, à cause des difficultés d'accès au crédit, l'investissement diminue<sup>33</sup> et la sensibilité de l'investissement au cash-flow devient plus élevée; en particulier pour les plus petites entreprises qui ont davantage de difficultés à trouver des sources de financement externes.

### *2.3.2. Les actifs liquides comme amortisseur des chocs macroéconomiques*

Plusieurs auteurs ont étudié l'impact de la crise sur les niveaux de trésorerie des entreprises. Lee et Song (2007) ont notamment constaté que les entreprises de huit pays asiatiques<sup>34</sup> ont simultanément augmenté leurs niveaux de détention d'actifs liquides suite à la crise

---

<sup>32</sup>La politique monétaire réduit directement et indirectement la richesse des emprunteurs. Elle agit directement à la fois sur le résultat des entreprises à cause de l'augmentation du coût des intérêts de leur endettement à court terme que sur leurs bilans à cause de la baisse de la valeur de leurs actifs (valeur de leurs biens immobiliers par exemple). L'action indirecte passe par l'érosion de la demande des produits et services des entreprises qui fait baisser leurs chiffres d'affaires. La valeur des entreprises, surtout celles ayant des coûts fixes importants, perdront de la valeur (Bernanke & Gertler, 1995)

<sup>33</sup>Selon Beaudu et Heckel (2001), l'augmentation du taux d'intérêt d'un point entraîne une diminution directe du taux d'investissement de 1.5%.

<sup>34</sup> Hong Kong, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et la Thaïlande

financière asiatique entre 1997 et 1998 (de 10,7% à 16,6% du total d'actif) et baissé leur levier financier (de 30,9% à 21%). Baum et al. (2010) et Duchin, Ozbas, & Sensoy (2010) ont également noté la hausse significative des ratios de liquidité des entreprises américaines durant les périodes de crise.

Pour leur part, Almeida, Campello et Weishbach (2004) ont étudié la sensibilité des actifs liquides au cash-flow face à des chocs économiques exogènes à l'entreprise et touchant l'ensemble de l'économie en divisant (comme Fazzari et al. 1997) l'échantillon de leur étude en deux groupes : un groupe d'entreprises contraintes financièrement et un groupe d'entreprises non contraintes. Ces auteurs montrent que la sensibilité du cash aux cash-flow, c'est-à-dire la propension de rétention des actifs liquides à partir du cash-flow, est importante pour les entreprises contraintes financièrement et que cette sensibilité est amplifiée à la suite de chocs macroéconomiques négatifs alors que la sensibilité des actifs liquides au cash-flow des entreprises non contraintes ne réagit pas aux chocs économiques. Comme les périodes de récession économique se caractérisent par une baisse des revenus, cette demande de liquidités a pour but de réduire l'impact des frictions financières sur l'investissement. En d'autres termes, les liquidités réduisent la dépendance des investissements aux cash-flows. Ces résultats sont confirmés par Arlsan et al. (2006), Chang et al. (2007), Denis et Sibilkov (2010) et Acharya et al. (2011).

L'impact des fluctuations économiques sur les contraintes financières apparaît donc comme capital à la compréhension du comportement accumulateur de liquidités des entreprises. Duchin, Ozbas, & Sensoy (2010) insistent également sur l'importance de l'accès des entreprises au financement externe comme facteur déterminant de la décision de détention de liquidités durant les périodes de crise. Les auteurs ont étudié l'impact de la récente crise liée aux prêts hypothécaires américains (subprimes) sur l'investissement et sur les réserves de liquidités des entreprises non financières. Cette crise s'est accompagnée d'une crise du crédit et a fortement diminué les dépenses d'investissement des entreprises. Cette baisse est particulièrement importante chez les entreprises qui ne détiennent pas de liquidités, sont fortement endettées à court terme, sont contraintes financièrement ou celles dont les besoins en financement externe est important. Ils ont comparé les conséquences de cette récente crise avec celles de la crise économique du 11 septembre 2001. Ils arrivent à des résultats inverses

car la crise du 11 septembre est une crise de la demande et non une crise du financement<sup>35</sup> ; ce qui renforce leur hypothèse.

Les enquêtes menées auprès de directeurs financiers apportent des éclairages importants à ce sujet. Campello et al. (2010) ont mené une enquête sur un échantillon de 1050 directeurs financiers qui a révélé qu'en 2008, durant la crise financière, 81% des entreprises considérées comme contraintes financièrement ont fait face au rationnement du crédit, 59% d'entre elles ont souffert d'un coût du crédit trop élevé et 55% ont connu des difficultés de renouvellement ou de souscription de lignes de crédit. Par ailleurs, 86% de des directeurs financiers interrogés ont déclaré que leur aptitude à investir est étroitement liée à l'accès au financement externe et qu'ils ont connu durant la crise des restrictions qui ont poussé plus de la moitié d'entre eux à reporter ou annuler des investissements. En 2008, les réserves de liquidités des entreprises contraintes financièrement ont baissé de 15% du total de l'actif à 12%, alors que ce ratio est resté inchangé pour les entreprises non contraintes.

### 3. La détention d'actifs liquides et le « besoin de préserver la flexibilité »

Les théories de la structure financière ne permettent pas d'expliquer le comportement des entreprises. La théorie du financement hiérarchique n'aide pas à expliquer pourquoi les entreprises continuent à recourir aux augmentations de capital alors que c'est le mode de financement le moins préférable pour les entreprises (Fama & French, 2005) comme la théorie de l'arbitrage ne présente pas d'arguments à même d'expliquer pourquoi des entreprises très rentables se désendettent et ne profitent pas de l'avantage fiscal de la dette.

Pour DeAngelo et DeAngelo (2007), la flexibilité financière constitue le « chaînon manquant » entre la théorie financière et la pratique des décisions financières des entreprises. Les auteurs regrettent que les études empiriques se soient focalisées sur ces deux seules

---

<sup>35</sup> A ce sujet, Tong et Wei (2008) expliquent que, contrairement à la crise des « subprimes » qui est une crise d'abord financière avant sa propagation à la sphère économique, la crise économique qui a suivi les attaques terroristes du 11 septembre 2001, est causée par la baisse significative du moral des consommateurs ayant affecté leur niveau de consommation. La chute des cours boursiers et la baisse du PIB américain durant les mois suivants le 11 septembre 2001 indiquent la sensibilité des entreprises américaines au niveau de confiance des consommateurs en l'économie et à la contraction de leur demande.

théories (POT et TOT); laissant aujourd'hui la théorie financière sans véritable théorie unifiée de la structure financière. Ils constatent que la recherche financière a délaissé la question de la flexibilité financière alors que l'enquête de Graham et Harvey (2001)<sup>36</sup>, menée auprès de 392 directeurs financiers, indique que la flexibilité financière est la première préoccupation des responsables financiers dans leur choix de la structure financière bien avant les déterminants traditionnellement avancés par la théorie de l'arbitrage : le gain fiscal lié à la dette (sixième position) ou le risque de faillite (neuvième position).

Pourtant, la question est déjà abordée par Modigliani et Miller (1963). Ils avancent, en effet, que malgré l'existence du gain fiscal lié à la dette, les entreprises ne se financent pas à 100% par dette. Les auteurs expliquent ce comportement financier conservateur par « le besoin de préserver la flexibilité » et « une capacité d'endettement d'urgence non utilisée » qui domine largement l'avantage fiscal de la dette. Par ailleurs, dans une version modifiée de la théorie du financement hiérarchique, Myers (1984) explique que les entreprises procèdent aux augmentations de capital et « se retiennent » de recourir à la dette pour deux raisons : la première est relative aux coûts de faillite et la deuxième est le maintien d'un slack financier sous la forme d'une capacité d'endettement future.

Byoun (2007) définit la flexibilité financière comme la capacité de l'entreprise à mobiliser ses ressources financières afin d'entreprendre des actions réactives, préventives et profitables visant à maximiser la valeur de l'entreprise. Celle-ci doit orienter sa politique financière de manière à réagir à des menaces externes, à minimiser l'impact de chocs inattendus et à profiter d'opportunités rentables dans un environnement concurrentiel et incertain. On peut donc retenir la définition de la flexibilité financière comme la capacité de l'entreprise à réagir de manière maximisatrice de la valeur aux changements inattendus d'une part du cash-flow et des opportunités d'investissement (la flexibilité interne) et des conditions de financement d'autre part (la flexibilité externe).

La préservation de la flexibilité financière de l'entreprise est créatrice de valeur puisqu'elle permet d'éviter à la fois les problèmes de sous-investissement et le risque de détresse

---

<sup>36</sup> A l'instar de celles menées par Pinegar et Wilbricht (1989), Bancel et Mittoo (2004) ou Brounen, De Jong et Koedijk (2004).

financière par le maintien de réserves de liquidités et la préservation d'une capacité d'endettement<sup>37</sup>.

### 3.1. La détention d'actifs liquides expliquée par la théorie des options réelles

Pour Myers (1977), la valeur de l'entreprise comprend non seulement la valeur des actifs en place mais également la valeur de ses opportunités d'investissement. Il est le premier à considérer les opportunités d'investissement comme des options réelles<sup>38</sup> que l'entreprise peut décider d'exercer (investir) ou non. Les opportunités d'investissement sont des options d'achat (l'entreprise a le droit et non l'obligation d'acheter un actif sous-jacent) dont la valeur dépend, en partie, de la capacité de l'entreprise à les exercer et donc de la capacité de l'entreprise à les financer.

Cossin et Hricko (2004) utilisent également le référentiel théorique des options réelles afin d'estimer la valeur de l'option de détention d'actifs liquides. Ils indiquent, en effet, que les actifs liquides peuvent être considérés comme une option que les dirigeants peuvent exercer lorsque le financement externe est coûteux ou indisponible.

*« Une entreprise qui a de la trésorerie à disposition réduit sa dépendance aux fenêtres d'ouverture des marchés, qui sont parfois très brèves, et se donne les moyens de solliciter les investisseurs quand elle en a vraiment besoin »  
Jacques Molgo, trésorier groupe d'Air Liquide<sup>39</sup>*

Selon Cossin et Hricko (2004) la détention d'actifs liquides présente deux avantages :

---

<sup>37</sup> La détention d'actifs liquides et le maintien d'une capacité d'endettement ne sont pas les seules sources de flexibilité financière. D'autres sources moins étudiées peuvent être citées comme les lignes de crédit non utilisées ou les éléments d'actif circulant pouvant être rapidement transformés en liquidités (créances et stocks essentiellement).

Pour DeAngelo et DeAngelo (2007), la distribution régulière de dividendes est également une source de flexibilité financière dans la mesure où elle signale aux actionnaires l'engagement de l'entreprise à retourner les liquidités et favorise ainsi la réussite d'opérations d'augmentations du capital.

<sup>38</sup> La dénomination « réelles » permet de les différencier des options financières.

<sup>39</sup> « Le cash autorise une stratégie de financement plus flexible », <http://www.bfinance.fr/>, 07 Novembre 2012

- Elle permet de mieux gérer le timing de l'investissement : comme le recours au financement externe nécessite un certain délai, la détention de liquidités permet aux entreprises de saisir les opportunités d'investissement au bon moment, sans devoir attendre la disponibilité du financement externe. Cet avantage est d'autant plus élevé que l'entreprise se trouve dans un environnement concurrentiel dans lequel les opportunités d'investissement peuvent être captés par les concurrents.
- Elle permet de limiter le risque de sous-évaluation: Le financement externe ne présente pas uniquement l'inconvénient d'entraîner un délai, la levée de fonds externes peut coïncider avec une période de sous-évaluation des titres de l'entreprise par les marchés.

Cossin et Hricko (2004) donnent l'exemple d'une entreprise qui dispose d'une opportunité d'investissement et doit choisir une source de financement. Elle peut soit autofinancer son projet soit recourir au financement externe qui sera disponible au moment T. Cette deuxième alternative peut se révéler sous-optimale car, d'un côté, la date optimale d'investissement peut se présenter avant la date T de réception des fonds externes et, d'un autre côté, l'entreprise peut être sous-évaluée par le marché à cette date T, alourdissant ainsi le coût du financement.

La valeur V du projet suit un mouvement géométrique Brownien donné par :

$$\frac{dV}{V} = \alpha dt + \sigma dw$$

où  $\alpha$  représente le taux de rentabilité du projet,  $\sigma$  est la volatilité de la rentabilité du projet et  $dw$  le processus de Weiner.

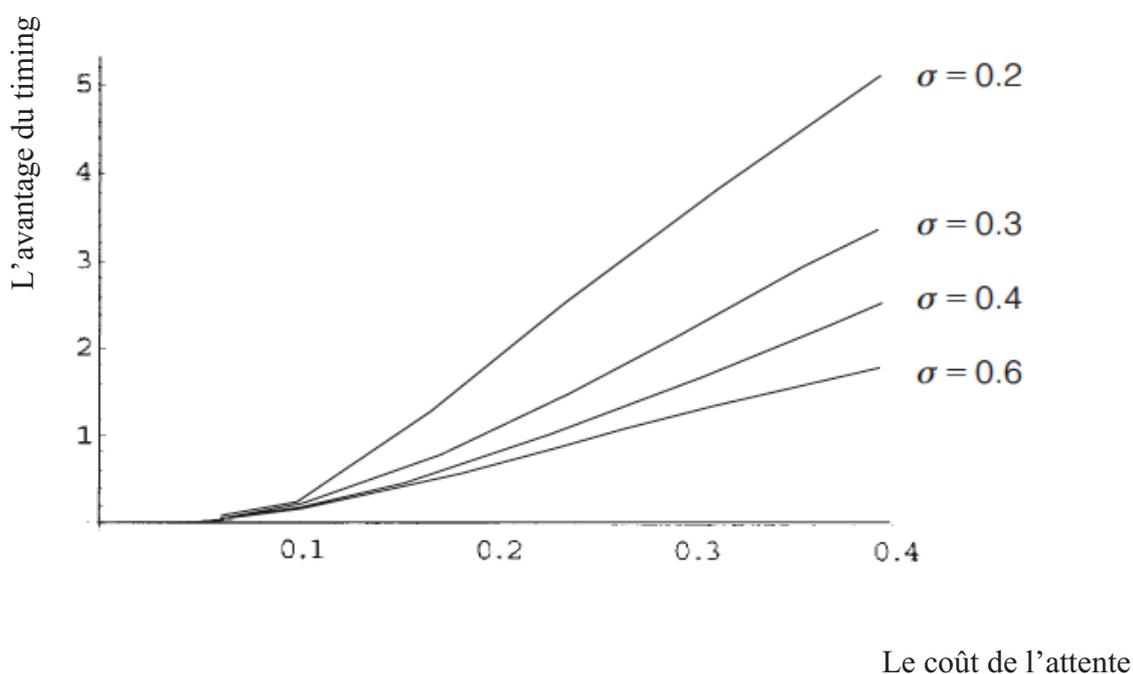
L'autofinancement permet à l'entreprise de mener le projet d'investissement à n'importe quel moment (option américaine) au coût K pour obtenir une valeur V. La valeur actuelle nette du projet correspond donc à (V-K). Si l'entreprise ne dispose pas de liquidités, elle ne peut exercer l'option avant la date T de réception du financement externe (option européenne).

Si l'entreprise choisit le recours au financement externe, elle subit un coût dû à l'attente du financement externe puisque les concurrents peuvent saisir l'opportunité d'investissement dans cet intervalle de temps.

Les auteurs présentent un exemple chiffré avec les données suivantes  $V_0 = 100$ ,  $K = 90$ ,  $r = 0.08$ ,  $T = 0.25$  (3 mois sont nécessaires pour obtenir les fonds externes). Le projet présente donc une VAN immédiate de 10 (si le projet est mené immédiatement).

Le graphique suivant présente une simulation de l'avantage de timing de la détention d'actifs liquides pour différents niveaux de volatilité.

**FIGURE 9: LA RELATION ENTRE LE COUT DE L'ATTENTE ET L'AVANTAGE  
DU TIMING DES INVESTISSEMENTS**



Source : Cossin & Hricko, 2004, p.32

Les simulations de Cossin et Hricko (2004) indiquent que plus le coût de l'attente est important, plus le bénéfice de la détention d'actifs liquides augmente. En effet, le graphique montre que lorsque le coût de l'attente atteint 0.2 avec une volatilité de 0.2, l'avantage du timing représente une valeur de 2 (une valeur significative compte tenue de la valeur de la VAN immédiate de 10 si le projet est immédiatement entrepris).

Par ailleurs, si l'entreprise préfère le recours au financement externe, elle doit attendre la date  $T$  de réception des fonds et il existe un risque de sous-évaluation des titres de l'entreprise à cette date  $T$ . Les auteurs considèrent que la sous-évaluation suit un processus de retour à la moyenne donné par :

$$dX_t = a(b - X_t)dt + \sigma_X dw$$

Où  $a$  correspond à la vitesse du processus de retour à la moyenne,  $b$  est le niveau du retour à la moyenne,  $X_t$  est la valeur du sous/sur investissement au moment  $t$ ,  $\sigma_X$  est la volatilité de la sous-évaluation et  $dw$  est le mouvement Brownien standard.

Si l'entreprise ne dispose pas de liquidités, elle subit le coût de l'attente ainsi que le risque stochastique de sous-évaluation. Le pay-off de l'option est donc de :  $\max(V_T - K - X_T)$ .

En éliminant l'obligation d'attendre le moment  $T$  pour investir, l'option de détention d'actifs liquides est avantageuse car elle permet à l'entreprise d'éviter à la fois le coût de l'attente et le risque de sous-évaluation. La détention d'actifs liquides. L'entreprise peut choisir d'investir à n'importe quel moment avant  $T$  et saisir le moment idéal. Ainsi, plus le coût de l'attente et la volatilité des titres de l'entreprise sont élevés, plus l'entreprise est incitée à détenir des niveaux importants d'actifs liquides.

$$B_t = C_t(T) - c_t^{sous}(T)$$

$B_t$  représente la valeur de la détention d'actifs liquides,  $C_t(T)$  est l'option américaine et  $c_t^{sous}$  représente l'option européenne de maturité  $T$  et évaluée au moment  $t$  en prenant en compte le risque de sous-évaluation<sup>40</sup>. Ainsi, on obtient :

Avantage de la détention d'actifs liquides

$$= \text{option américaine} - \text{option européenne (avec risque de sous} \\ \text{évaluation)}$$

### *L'option d'attendre avant d'investir et la gestion de l'incertitude*

Si l'attente avant d'investir entraîne un coût, elle présente, dans une autre perspective, un avantage : Elle permet, en situation d'incertitude, de bénéficier d'un surcroît d'information au cours du temps et de diminuer l'incertitude.

---

<sup>40</sup> Les auteurs évaluent la valeur de l'option américaine par la formule de Black et Scholes et l'option européenne par l'approximation de Barone-Adesi et Whaley (1987).

Lorsque les entreprises sont incertaines quant à la rentabilité de leurs projets d'investissement ou à leur accès futur au financement externe, elles freinent leurs dépenses afin d'éviter un risque d'illiquidité future qui mènerait au problème de sous-investissement voire à la défaillance (Bernanke, Gertler, & Gilchrist, 1994). En effet, en se dépossédant aujourd'hui des actifs liquides afin de financer des dépenses d'investissement, elles peuvent se retrouver demain en déficit de liquidités si les conditions économiques et la rentabilité de l'investissement se révèlent défavorables ou si les actions de l'entreprise sont sous-évaluées rendant le recours au financement externe coûteux.

*«Dès que l'on admet qu'une forme d'investissement n'est pas aussi bonne qu'une autre, il s'ensuit qu'il est socialement productif que la forme d'investissement doive être choisie prudemment. Elle ne peut pas être choisie prudemment si elle l'est de manière précipitée. La fonction sociale de la liquidité est qu'elle donne du temps pour réfléchir» Hicks (1988, P.95).*

Si en l'absence de l'incertitude et d'asymétrie d'information, l'entreprise connaît à l'avance les retombées de ses investissements, dans le monde réel l'acquisition de l'information est progressive. De ce point de vue, la décision de différer l'investissement permet à l'entreprise de disposer de plus d'informations sur les prix, les coûts et les conditions du marché qui permettraient de mieux mesurer la rentabilité de l'investissement. Ainsi, dans une perspective de limitation des risques, l'option « d'attendre avant d'investir » (McDonald & Seigel, 1986) et le maintien des liquidités permettent d'éviter l'irréversibilité des dépenses d'investissement et de préserver la flexibilité financière dans le temps.

*« Liquidity is freedom. When a firm takes action that diminished its liquidity, it diminishes its freedom; for it expose itself to the risk that it will have diminished, or retarded, its ability to respond to future opportunities » (Hicks, 1979, p. 94)*

Une décision d'investissement engage l'entreprise sur une période de temps considérable. La détention d'actifs liquides évite à l'entreprise de « donner ses gages au destin » (Hicks, 1988, p.74) et de diminuer la capacité de l'entreprise de saisir les opportunités d'investissement.

### 3.2. L'impact de la détention d'actifs liquides sur la capacité d'endettement des entreprises

Une politique financière optimale doit garantir non seulement la disponibilité de liquidités internes mais également un accès futur au financement externe. Les entreprises ne peuvent pas se contenter des ressources internes pour financer les opportunités d'investissement; Elles ont également besoin de ressources externes de financement (DeAngelo et DeAngelo, 2007). Pour être sûres de pouvoir lever des fonds externes dans le futur, les entreprises doivent disposer d'une capacité d'endettement. Le maintien d'un slack financier par l'accumulation de réserves de liquidités et la diminution du levier d'endettement<sup>41</sup> permet de renforcer la capacité d'endettement de l'entreprise et de conserver une « option d'emprunter » dans le futur.

Au préalable de la signature de contrats de financement, les créanciers apprécient deux types de risques. Le premier concerne le risque de défaut de la contrepartie alors que le deuxième concerne le risque de substitution d'actifs. Une des procédures les plus simples d'évaluation de ces risques consiste à évaluer les actifs de l'emprunteur qui peuvent servir de collatéral<sup>42</sup> en cas de défaut de ce dernier. Parmi les actifs de l'emprunteur, une catégorie d'actifs intéresse particulièrement les créanciers, il s'agit des actifs liquides en sa possession. Cette appréciation se fait soit à l'actif par la spécificité et la liquidité des actifs (3.2.1) soit au passif par l'importance du financement interne (3.2.2) (Grondin, 2001).

#### 3.2.1. La disponibilité d'actifs liquides comme un préalable à l'octroi de crédits

Williamson (1988) indique que la capacité d'endettement des entreprises dépend de la valeur liquidative de leurs actifs ; autrement dit de la garantie offerte aux créanciers. Les actifs dont la valeur liquidative est la plus élevée sont les actifs non spécifiques et facilement redéployables car ils sont facilement négociables en cas de mise en faillite de l'emprunteur (Shleifer & Vishny, 1992).

---

<sup>41</sup>Une entreprise dont le levier est faible aujourd'hui conserve l'option de l'augmenter dans le futur (Goldstein & Leland, 2001).

<sup>42</sup> Le « collatéral » correspond à la valeur de la garantie offerte aux créanciers et qui couvre leur risque de sélection adverse.

La liquidité augmente la capacité de l'endettement de l'entreprise car plus les actifs de l'entreprise sont « illiquides », plus leur cession en cas de faillite est difficile et coûteuse. Ainsi, pour réduire les coûts de détresse financière et de faillite, les dirigeants des entreprises peu liquides évitent le recours à la dette. A l'inverse, les entreprises dont les actifs sont liquides, bénéficient d'une plus grande capacité d'endettement. La liquidité des actifs de l'entreprise augmente le levier optimal d'endettement alors que l'illiquidité augmente les coûts de faillite (Sibilkov, 2009). Par ailleurs, la disponibilité d'actifs liquides rassure les créanciers car plus les entreprises disposent de liquidités, moins elles sont soumises au risque de défaut (Nance, Smith, & Smithson, 1993). On rejoint ainsi le principe de Mishkin (1992)<sup>43</sup> selon lequel « *Seules les personnes qui n'ont pas besoin de monnaie peuvent en emprunter* ».

D'autres travaux suggèrent que la détention de liquidités signale la profitabilité passée (Leland et Pyle, 1977), la présence d'opportunités de croissance ainsi que la capacité de l'entreprise à exercer ces options réelles dans le futur. Selon Pettit (2005), l'entreprise doit par conséquent être très prudente dans sa gestion de ses réserves de liquidités en évitant notamment une diminution des liquidités en sa possession pour éviter d'émettre un signal négatif concernant les perspectives d'investissements futures de l'entreprise. Cela dit, si la disponibilité de liquidités garantit la protection des créanciers contre le risque de défaut de l'emprunteur, elle ne garantit aucunement que les fonds prêtés ne soient affectés à des projets plus risqués bien au contraire plus les garanties sont importantes, plus le risque de transfert de risques est élevé (Stiglitz & Weiss, 1981). Afin de rassurer le créancier, l'engagement financier de l'emprunteur est nécessaire.

### *3.2.2. L'engagement financier de l'emprunteur comme signal crédible envoyé aux créanciers*

Nous avons vu que le marché des capitaux est imparfait notamment à cause de l'asymétrie d'information entre dirigeants et créanciers. Ces derniers ne peuvent identifier sans coûts les « bons » des « mauvais » emprunteurs. L'information privée détenue par les dirigeants constitue donc un handicap lors d'une demande d'emprunt. Les porteurs de bons projets qui veulent emprunter ont intérêt à réduire l'asymétrie d'information et à signaler aux créanciers

---

<sup>43</sup>Mishkin, F.S. [1992] "The Economics of Money, Banking and Financial Market", Third edition, Harper Collins, Columbia University (cite par Grondin, 2001)

la qualité de l'entreprise et de ses projets d'investissements et de les convaincre que les ressources prêtées ne seront pas détournées à des projets plus risquées et qu'ils pourront recouvrer leur prêt.

Afin de convaincre les créanciers, cet effort de signalisation doit être coûteux car plus le signal coûte cher plus l'effort est crédible. Leland et Pyle (1977) proposent un modèle selon lequel les managers investissent dans leurs projets afin de signaler leurs bonne qualité. Ainsi, l'importance de l'autofinancement permet de distinguer les bons projets des mauvais projets. Plus l'entreprise souffre des conséquences de l'asymétrie informationnelle, plus l'effort de signalisation doit être coûteux et plus la part autofinancée est importante.

Le partage du risque de l'emprunteur par la participation financière de l'emprunteur au financement du projet (l'autofinancement d'une partie du projet) signale aux investisseurs sa bonne foi. Celui-ci, ayant des intérêts en jeu, évitera de prendre des risques démesurés et respectera ses engagements. Dans le cas contraire, en cas de financement du projet à 100% par dette, le risque moral est très important. L'emprunteur est incité à allouer les fonds à des projets plus risqués car au pire, si le projet échoue, l'emprunteur ne reçoit rien et le créancier supporte seul les pertes du projet; au mieux, le projet risqué s'avère rentable et l'emprunteur en récolte les bénéfices alors que le créancier ne reçoit que sa rémunération contractuelle.

Si la détention de liquidité par l'emprunteur constitue un coussin de protection des créanciers en cas de contreperformances, la participation financière de l'emprunteur représente la première « ligne de défense » des créanciers soucieux de leur remboursement face au risque moral en réduisant l'appétit des emprunteurs pour la prise de risque à travers l'alignement des intérêts de l'emprunteur aux leurs (Greenbaum & Thakor, 2007). Les prêteurs exigent par conséquent que, non seulement, l'emprunteur dispose de liquidités garantissant sa solvabilité mais qu'il autofinance, en plus, une partie du projet d'investissement. Il en résulte qu'un projet d'investissement n'est jamais financé entièrement par dette et qu'une détention préalable de liquidités est indispensable. Ainsi, les frictions sur le marché du crédit font que la détention de liquidités est indispensable au financement des investissements de l'entreprise et le coût du capital se trouve majoré du coût de détention de ces liquidités.

Il convient cependant de noter qu'il existe une théorie inverse sur la relation entre les actifs liquides et la capacité d'endettement de l'entreprise. C'est ce que Myers et Rajan (1998) nomment le paradoxe de la liquidité.

### 3.2.3. *Le paradoxe de la liquidité*

Si pour plusieurs auteurs comme Williamson (1988) ou Shleifer et Vishny (1992), les actifs liquides augmentent le levier d'endettement optimal des entreprises, pour d'autres auteurs, la liquidité du bilan de l'emprunteur a un effet négatif (Morellec 2001) ou curvilinéaire (Myers & Rajan, 1998) sur sa capacité d'endettement.

Il est vrai que la liquidité des actifs de l'entreprise offre une plus grande valeur de liquidation aux créanciers, car moins les actifs sont liquides, plus il est difficile pour les créanciers de les saisir et de les vendre en cas de faillite. Malgré cela, paradoxalement, Myers & Rajan (1998) soutiennent que les actifs non liquides sont plus appréciés par les créanciers car leur « durabilité » laisse plus de temps aux créanciers pour l'évaluation de leur valeur et de leur risque. Par ailleurs, les dirigeants de l'entreprise peuvent détourner bien plus facilement et rapidement les actifs liquides de manière à modifier la distribution des rentes en leur faveur et au détriment des investisseurs (Ce point est développé dans le chapitre 2). Plus la liquidité des actifs est importante, plus les dirigeants ont des difficultés à s'engager de manière crédible dans un programme d'investissement sain et qui protège les intérêts des investisseurs. En effet, les actifs liquides offrent aux dirigeants une flexibilité trop importante et davantage d'options de stratégies d'investissement à mener (dont certaines peuvent être dommageables pour les investisseurs) augmentant ainsi la probabilité de conflits d'intérêts et réduisant la capacité d'endettement de l'entreprise.

Morellec (2001) montre également que la liquidité des actifs réduit la capacité d'endettement des entreprises. En cas de baisse des revenus, les entreprises peuvent céder des actifs afin de faire face aux obligations de remboursement. Cette stratégie est optimale pour les actionnaires lorsque la valorisation des capitaux propres est inférieure à la valeur liquidative des actifs. Dans ce cas, la cession d'actifs permet à l'entreprise de financer l'exploitation sans devoir procéder à des augmentations de capital. Par contre, la cession d'actifs n'est pas avantageuse pour les créanciers car elle réduit la valeur de la dette en diminuant la taille de l'entreprise. Lorsque les actifs de l'entreprise sont facilement négociables, les créanciers anticipent le risque de leur vente et augmentent le coût du crédit dans la mesure où la cession d'actifs liquides réduit la taille et les garanties offertes aux créanciers en cas de liquidation.

Ainsi, si les actifs liquides offrent plus de valeur aux créanciers en cas de liquidation de l'entreprise, ils accordent en contrepartie plus de flexibilité et de possibilités aux dirigeants

pour agir contre les intérêts des créanciers. Dans cette optique, la détention de réserves de liquidités réduit l'aptitude de l'entreprise à emprunter à moins que des clauses contractuelles restrictives soient prévues afin de limiter les options possibles d'emploi des ressources empruntées (Morellec, 2001). Ces clauses appelées « covenants » ont pour but de « renforcer les collatéraux et à assurer la disponibilité du cash de manière à autoriser les paiements du prêt » (Apilado & Millington, 1992). Les covenants sont inscrits dans les contrats de prêts et constituent un mécanisme de protection des créanciers contre le risque d'allocation des ressources empruntées à des projets plus risqués ou le risque de cession des actifs de l'entreprise (Morellec, 2001). Il s'agit d'éviter un comportement immoral des dirigeants et d'éviter le « détournement de la liquidité » (Greenbaum & Thakor, 2007).

L'analyse menée jusqu'à présent montre que la décision de détention d'actifs liquides présente de nombreux avantages. Toutefois, elle n'est pas sans inconvénients. La remise en cause des hypothèses de rationalité des individus, d'absence de conflits et de passivité des dirigeants explique d'un côté les raisons pour lesquelles cette décision n'est pas toujours rationnelle et créatrice de valeur. D'un autre côté, elle motive le comportement des acteurs de l'entreprise qui n'est pas toujours moralement acceptable. Mais, cette décision de détention de liquidités, n'étant pas toujours rationnelle, est-elle irrationnelle ? Est-elle opportuniste ? Et dans quelle mesure pourrait-on la tenir pour destructrice de valeur pour les actionnaires? c'est l'objet de la section suivante.

## SECTION III- LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES : UNE DECISION IRRATIONNELLE, OPPORTUNISTE ET DESTRUCTRICE DE VALEUR

Dans cette section, nous allons voir que le comportement des dirigeants n'est pas toujours rationnel (paragraphe 1), que l'asymétrie d'information peut être intentionnelle (paragraphe 2) et que les dirigeants peuvent être opportunistes et ne pas agir dans l'intérêt des actionnaires (paragraphe 3). Dans ce cadre, la détention d'actifs liquides peut-elle être considérée comme une décision irrationnelle, opportuniste et destructrice de valeur pour les actionnaires ?

### 1. L'impact des limites cognitives des individus sur la décision de détention d'actifs liquides

Si la finance néoclassique offre aux managers des techniques puissantes leur permettant de prendre, en théorie, les décisions maximisant la valeur pour les actionnaires, elle ignore par contre l'existence d'obstacles psychologiques qui empêchent les managers d'utiliser correctement ces techniques (Shefrin, 2007).

L'approche traditionnelle de la finance d'entreprise repose sur trois piliers : La rationalité des individus, l'absence d'opportunité d'arbitrage et l'efficacité des marchés. L'approche comportementale de la finance d'entreprise a émergé en s'émancipant des hypothèses de la finance néoclassique jugées inadaptées pour expliquer le comportement financier réel des entreprises. Une des principales critiques de ce courant concerne l'hypothèse de rationalité substantive des acteurs selon laquelle, l'individu adopte un comportement parfaitement rationnel afin de maximiser son utilité.

En effet, l'approche comportementale prend en compte les limites cognitives, les contraintes temporelles et la subjectivité des individus afin de montrer que les acteurs ne sont pas parfaitement rationnels. Le comportement des individus ainsi que les prix formés sur le marché s'éloignent des prédictions du modèle néoclassique. Si, en réalité, les managers prennent des décisions différentes des prédictions du paradigme néoclassique, alors ce paradigme peut être remis en question (Vasiliou & Daskalakis, 2009). Les auteurs de ce courant plaident ainsi en faveur d'un bouleversement du paradigme dominant de la théorie financière et on assiste à un véritable débat entre les partisans des deux paradigmes.

Simon (1947) propose la notion de « rationalité limitée ou procédurale » en opposition à la notion de rationalité « parfaite ou substantielle » la notion de maximisation la notion de « satisficing » (une combinaison de deux mots satisfy (satisfaisant) et suffice (suffisant)). Le processus de recherche d'une solution à un problème ne se poursuit pas jusqu'à l'atteinte de la solution optimale mais s'arrête dès que l'agent trouve une solution présentant une satisfaction satisfaisante.

Selon la théorie de l'arbitrage, les dirigeants prennent les décisions qui maximisent la richesse des actionnaires en choisissant le niveau optimal d'actifs liquides du point de vue actionnarial en arbitrant entre les avantages et les coûts des actifs liquides. En réalité, pour le courant behavioriste, les managers ne cherchent pas la solution optimale mais la solution qui présente une satisfaction suffisante compte tenu du temps et des informations dont ils disposent et de leurs capacités de calcul (Cyert et March, 1963).

Une autre source de biais découle du fait que les individus ont recours à des raccourcis mentaux (ou simplifications heuristiques) afin de faciliter leur prise de décision. Ces raccourcis simplifient la résolution de problèmes en permettant aux dirigeants de prendre des décisions sans devoir chercher toute l'information nécessaire et aboutissent à des approximations et à des solutions sous-optimales (Susskind, 2005). Damodaran (2005) montre notamment que les entreprises ne prennent pas leurs décisions de détention d'actifs liquides après un calcul rationnel mais ont plutôt tendance à suivre des règles empiriques « *rule of thumb* » basés sur l'expérience ou sur des habitudes. Une de ces règles consiste à adopter la moyenne de détention de liquidités de son secteur d'activité ou encore de conserver sous forme de liquidités 2% du chiffre d'affaires. Une entreprise réalisant par exemple un chiffre d'affaires de 100 millions d'euros doit détenir 2 millions d'euros sous forme de liquidités et toute rétention au-delà de 2 millions d'euros seraient considérée comme des liquidités excessives. Une autre règle empirique consiste à détenir l'équivalent de 3 à 6 mois de charges d'exploitation sous forme d'actifs liquides.

## 2. L'asymétrie informationnelle : une affaire de manipulation

La théorie du financement hiérarchique intègre l'asymétrie informationnelle comme une variable donnée et exogène alors qu'elle peut être construite intentionnellement par les parties prenantes de l'entreprise (Charreaux, 2002). En effet, l'opportunisme des acteurs

internes à l'entreprise (dirigeants et/ou actionnaires actuels) peut les pousser à manipuler l'information de manière stratégique.

*« Un comportement opportuniste consiste à rechercher son intérêt personnel en recourant à la ruse et à diverses formes de tricherie. L'opportunisme repose sur une révélation incomplète, déformée ou falsifiée de l'information entre les agents. » (Coriat & Weinstein, 1995)*

La manipulation de l'information comptable (appelée également gestion des résultats) est définie par DeGeorge, Patel, & Zeckhauser (1999) comme « l'utilisation de la discrétion managériale pour influencer le résultat diffusé auprès des parties prenantes ». Cette manipulation de l'information peut consister à choisir des investissements incorporels difficiles à évaluer et à contrôler (Edlen & Stiglitz, 1995) ou à retarder les mauvaises nouvelles et à avancer la diffusion de bonnes nouvelles (Hirshleifer 1993). Au-delà de la sélection d'information, dans des cas extrêmes, les dirigeants peuvent recourir à la comptabilité créative et à falsification de documents comptables. L'affaire WorldCom en est un exemple parmi d'autres:

*« L'opérateur téléphonique américain WorldCom avoue une manipulation de 3,85 milliards de dollars, chiffre qui sera ensuite porté à 9 milliards. Apparemment, ces mouvements suspects ont débuté en 1999 et ont permis de gonfler les bénéfices pour atteindre les objectifs fournis aux analystes. Précisément, certains coûts ont été comptabilisés en investissements (et donc étalés sur plusieurs années), et non, comme l'imposent les normes comptables, en dépenses courantes (et donc imputés immédiatement sur les bénéfices). De plus, les provisions auraient aussi été manipulées: d'abord, gonflées artificiellement, sans sortie effective de cash, elles auraient ensuite été reprises, permettant de doper les bénéfices. » Source: Les Echos n° 18818 du 08 Janvier 2003 • page 90*

### 2.1. Manipuler de l'information pour maximiser la richesse des actionnaires

Selon Breton et Schatt (2003), la manipulation comptable peut être motivée par la volonté de favoriser les actionnaires de l'entreprise en leur transférant une partie de la richesse créée au détriment des autres catégories de parties prenantes : l'administration fiscale, les banques, les salariés et les clients. Cela passe par la réduction des impôts payés (surévaluation de certaines charges), la diminution du coût de l'endettement (présentation d'une image financière

« avantageuse » et la minimisation du risque de défaillance), la réduction du bénéfice pour éviter une augmentation du coût salarial (la réduction des bénéfices rend les négociations des salariés plus difficiles).

Dans l'intérêt des actionnaires, les dirigeants sont tentés de manipuler les informations comptables dans le but d'obtenir de bonnes conditions de financement. Broye et Schatt (2002) ont étudié le rôle de la manipulation des informations comptables (rétrospectives et/ou prévisionnelles) opérées par les dirigeants lors d'opérations d'introduction en bourse dans le but d'en diminuer le coût. En effet, comme présenté plus haut, le recours au marché financier (introductions en bourse comme les augmentations de capital) est coûteux à cause de l'asymétrie d'information entre les entreprises et les investisseurs. Les investisseurs peuvent percevoir l'émission de titres comme un signal de mauvaises perspectives d'avenir et provoquer la décote du cours boursier des actions de l'entreprise et l'appauvrissement des actionnaires actuels (Leland & Pyle, 1977; Broye & Schatt, 2002). La documentation comptable fournie par les dirigeants/actionnaires actuels joue un rôle de réduction de l'asymétrie d'information et de l'incertitude liée à l'opération. Certains travaux montrent que les dirigeants manipulent les comptes par la présentation d'une version « optimiste » des prévisions de rentabilité de leurs entreprises ou par le lissage des résultats (Stolowy et Breton, 2003) afin de manipuler la perception des investisseurs sur le risque de l'entreprise et sur la distribution future de liquidités qui permet de diminuer le coût du financement.

Broye et Schatt (2002) soulignent néanmoins que ce comportement ne fait que transférer dans le temps le coût de la sous-évaluation car à l'arrivée de nouvelles informations contraires aux prévisions données lors de l'opération, les investisseurs sanctionneront les dirigeants. De plus ce comportement nuit à la relation de confiance entre dirigeants et investisseurs. La parade à cette sanction ultérieure consiste dans le choix de l'intermédiaire financier lors de l'opération. En effet, les auteurs considèrent que le choix des intermédiaires financiers de qualité (auditeurs, banques d'introduction, analystes financiers, etc.) constitue un signal visant à rassurer les investisseurs et à crédibiliser l'information relayée. Broye et Schatt (2002) n'écartent pas la prise de conscience des investisseurs des risques de conflits d'intérêt et le risque que les intermédiaires financiers favorisent les intérêts de l'entreprise. Il existe donc une sanction à long terme d'émissions de titres surévalués.

## 2.2. Manipuler l'information pour réduire le coût de l'endettement

Breton et Schatt (2003) rappellent que les créanciers sont également des utilisateurs de l'information comptable de l'entreprise et que les décisions d'octroi de crédits se font après l'analyse des documents comptables et de l'environnement de l'entreprise. Comme le recours à l'endettement présente plusieurs avantages pour les actionnaires (l'effet de levier financier de la dette renforce notamment la rentabilité des capitaux propres et évite la dilution du vote des actionnaires en place), les dirigeants adoptent un comportement opportuniste dans l'intérêt des actionnaires en place en présentant une image « avantageuse » de l'entreprise ou en lissant les résultats afin de baisser la perception par les créanciers du risque de faillite de l'entreprise, la prime de risque et par conséquent le coût du financement (Mard & Schatt, 2011).

La manipulation comptable peut également avoir pour objectif d'augmenter le résultat de l'année en cours au détriment des exercices ultérieurs afin d'éviter la violation de clauses contractuelles<sup>44</sup> qui entraînent des coûts de renégociation et d'obligation de remboursement. Si toutefois elles se trouvent dans cette situation, elles peuvent au contraire exagérer l'ampleur de leurs pertes et « dramatiser » la situation afin d'obtenir de meilleurs termes de renégociation (DeAngelo, 1988 et Jones, 1991 cités par El Mir et Seboui, 2007)<sup>45</sup>. L'asymétrie informationnelle intentionnelle peut également concerner la nature même de l'investissement financé ainsi que ses retombées monétaires et surtout non monétaires car elles sont difficilement évaluées par les partenaires externes à l'entreprise (Charreaux 2002).

## 2.3. Manipuler l'information pour maximiser leur bien-être

Les dirigeants profitent de l'asymétrie d'information afin d'atteindre leurs propres objectifs à savoir leur compensation et la sécurité de leurs emplois. Elden et Stiglitz (1997) partent de

---

<sup>44</sup> Watts, R. L. et Zimmerman, J. L. (1986), "Positive Accounting Theory", Prentice-Hall international, London.

<sup>45</sup> DeAngelo L.A., 1988, . "Managerial competition, information costs and corporate governance : The use of accounting performances measures in proxy contests", Journal of Accounting and Economics, Vol. 9, n1, p. 3-36.

Jones J., 1991, "Earnings management during import relief investigations", Journal of Accounting Research, Vol. 29, n2 (autumn), p. 193-228.

l'hypothèse selon laquelle les dirigeants disposent d'une latitude décisionnelle qui leur offre l'opportunité de tirer de l'entreprise des rentes (une rémunération supérieure au coût d'opportunité supporté). Pour cela, deux méthodes sont adoptées: La première consiste à éliminer la menace émanant du marché des dirigeants. La rémunération des dirigeants n'est pas fixe et dépend d'une négociation continue entre les dirigeants, le conseil d'administration et les dirigeants rivaux. Deux principaux facteurs conditionnent cette négociation : la performance des dirigeants en comparaison aux dirigeants rivaux et la rémunération demandée par ces derniers. Ainsi, les dirigeants peuvent augmenter leur rémunération soit en augmentant leur performance ou en diminuant la menace émanant de dirigeants rivaux. Les dirigeants vont par conséquent préférer le choix d'investissements dans des activités caractérisées par une forte asymétrie d'information. Ils peuvent choisir d'investir dans des actifs intangibles ou dans des secteurs d'activités présentant un risque plus élevé mais qu'ils maîtrisent. Cette asymétrie réduit la motivation des dirigeants concurrents à remplacer les dirigeants en place et crée une dépendance des actionnaires envers les dirigeants qui la maîtrisent et limite l'efficacité de la discipline du conseil d'administration. En effet, en cas de contre-performances, plus la complexité de l'activité et l'asymétrie informationnelle sont élevées, plus les administrateurs ont du mal à déterminer la part de responsabilité des dirigeants.

### 3. La prise en compte des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

La dernière critique des théories de la structure du capital présentée ici concerne la non prise en compte des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Le modèle de Myers et Majluf (1984) n'est valable que si la fonction d'utilité des dirigeants est parfaitement alignée à celle des actionnaires en place. L'accumulation de flux de trésorerie leur permet de maximiser « naturellement » la valeur actionnariale. Pour cela, les dirigeants choisissent inévitablement l'accumulation des liquidités afin de garantir le recours à l'autofinancement et de créer de la valeur actionnariale. Si Myers et Majluf (1984) n'écartent pas l'hypothèse de l'existence de conflits d'intérêts, ils ne précisent, par contre, pas comment les contraintes légales les obligent à se conformer à la vision des actionnaires (Wirtz 2002).

La prise en compte des aspects organisationnels ainsi que la remise en cause des hypothèses de la finance néoclassique a permis d'ouvrir la « boîte noire » que représentait l'entreprise dans la théorie financière traditionnelle et d'y découvrir des acteurs possédant des fonctions d'utilité propres à chacun et agissant de manière à maximiser leurs propres intérêts (Ross,

1973). Pour Jensen (1986) et Stulz (1990) la détention d'excès de liquidités est source de destruction de valeur pour les actionnaires à cause de la divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés managériales dans lesquelles les dirigeants ne détiennent pas 100% du capital. En effet, s'ils ne sont pas soumis au système incitatif et de contrôle adéquat, les dirigeants n'agissent pas toujours dans l'intérêt des actionnaires. Leur objectif s'écarte de la maximisation de la valeur actionnariale et des coûts d'agence en résultent.

Ce sujet est déjà abordé en 1776 par Adam Smith concernant l'inefficacité des sociétés par actions dont la direction est confiée à un agent non propriétaire (Coriat et Weinstein 1995). L'histoire donna raison à Adam Smith. En effet, la forte croissance américaine durant les décennies qui suivirent la guerre de sécession obligea les dirigeants propriétaires à ouvrir leur capital aux marchés financiers ce qui a conduit à la dilution du capital des entreprises et l'apparition de la firme dite managériale (Bernard, 2003).

Lors de la crise de 1929, l'éclatement de la bulle spéculative, la découverte des fraudes financières des dirigeants et le dépouillement de nombreux actionnaires ont remis à jour les réflexions d'Adam Smith. Des auteurs tels que Berle et Means (1932) se sont alors interrogés sur le pouvoir respectif de l'actionnaire et du dirigeant d'une société par action. Ils ont soutenu dans leur ouvrage : « The modern corporation and private property » que la disjonction entre la propriété du capital et la direction de la société est source d'inefficacité. Celle-ci, perçue comme la dégradation des performances, la destruction de la valeur et la spoliation des actionnaires, résulte de la faiblesse des systèmes de contrôle des dirigeants au sein de la firme managériale (Charreaux, 2003).

Dans la lignée de Berle et Means, Jensen et Meckling (1976) partent du problème d'inefficacité de la société par action. Ainsi, au sein de l'entreprise, considérée comme un « nœud de contrats » chargé de gérer l'ensemble des contrats ou relations d'agence, le dirigeant est responsable de la création de la valeur pour les actionnaires.

Une relation d'agence est définie par Jensen et Meckling (1976) comme:

*«...Un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. »*

La prise en considération de la rationalité limitée et de la divergence d'intérêt entre le principal et l'agent met en évidence l'incomplétude des contrats. Le principal subit un risque d'opportunisme de la part de l'agent (un opportunisme *ex ante* de sélection adverse et un opportunisme *ex post* de hasard moral dû à l'incapacité du principal à contrôler ou à observer parfaitement les actions de l'agent).

C'est ainsi que se justifie la notion de coûts d'agence composés selon Jensen et Meckling (1976) de trois éléments :

- Les coûts de surveillance et d'incitation engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent dans le sens de ses intérêts,
- Les coûts de dédouanement ou d'obligation de l'agent envers le principal pour le rassurer et lui signaler qu'il agit conformément à ses intérêts,
- Les coûts d'opportunités ou de pertes résiduels correspondant à la perte du bien-être du principal suite à la divergence des intérêts de l'agent et du caractère sous-optimal de ses décisions.

L'opportunisme des dirigeants peut concerner la relation entre les actifs liquides et la richesse des actionnaires: afin de satisfaire leurs propres intérêts, les dirigeants sont incités à détenir un niveau supérieur au niveau optimal de liquidités afin d'en tirer des avantages monétaires et non monétaires. C'est le problème de détention excessive de liquidités et de surinvestissement du free cash-flow développé par Jensen (1986) et qui fait l'objet du prochain chapitre.

## *Conclusion du chapitre 1*

Parmi les contributions de la finance organisationnelle à la compréhension de la décision de détention d'actifs liquides, il est important d'insister sur les apports des trois théories suivantes : la théorie de l'arbitrage, la théorie du financement hiérarchique et la théorie du free cash-flow.

Selon les deux premières théories (TOT et POT) et compte tenu des coûts de transaction, de l'asymétrie d'information et de l'incertitude économique, la détention d'actifs liquides est une décision créatrice de valeur puisqu'elle permet :

- d'éviter les coûts de transaction et les coûts d'agence du financement externe,
- de couvrir les risques spécifiques et les risques macro-économiques,
- et de maintenir la flexibilité financière nécessaire au financement des opportunités d'investissement.

A ce niveau de l'analyse, selon la théorie de l'arbitrage, le seul inconvénient de la détention d'actifs liquides concerne le coût d'opportunité du capital dû au faible rendement des actifs liquides.

Ce n'est qu'en prenant en considération la divergence d'intérêts et l'opportunisme des agents que la théorie du free cash-flow présente la détention d'actifs liquides comme une décision destructrice de la valeur, car les dirigeants sont incités à surinvestir et à gaspiller les liquidités pour satisfaire leurs propres intérêts.

Rien d'étonnant à ce que la théorie du cash-flow soit associée à une connotation négative exprimée par l'expression : « face sombre des actifs liquides ».

---

## **CHAPITRE 2 : LA THEORIE DU FREE CASH-FLOW : LA FACE SOMBRE DES ACTIFS LIQUIDES**

Le présent chapitre est consacré à la théorie du cash-flow et vise à mettre en exergue ce qui peut être appelé la face sombre des actifs liquides. Quels sont donc les aspects saillants de cette face sombre des actifs liquides? Sur quelles bases théoriques est-elle abordée? Et quelles en sont les perspectives ouvertes par ces approches?

La réponse à ce questionnement se fera à travers les analyses menées dans les trois prochaines sections. La première section portera sur les motifs de la détention excessive d'actifs liquides et du surinvestissement. Il est question de présenter les diverses utilisations possibles du free cash-flow, les préférences des dirigeants ainsi que les biais comportementaux qui peuvent être à l'origine de ladite détention.

La seconde section, elle, traitera de la question de l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la détention des actifs liquides. Dans cette perspective, l'étude se concentrera d'une part sur l'action indirecte de contrôle du comportement managérial par les actionnaires à travers la politique financière de l'entreprise. D'autre part, elle aborde leur action directe à travers les mécanismes de gouvernance : le rôle disciplinaire des marchés financiers, la structure de l'actionnariat et le contrôle du conseil d'administration.

Quant à la troisième section, elle cherchera à expliquer les raisons qui plaident en faveur de la critique de la théorie du free cash-flow, voire de son dépassement. Cette critique abordera successivement trois aspects de la théorie du free cash-flow: le rôle passif des dirigeants, la conception négative du comportement humain et l'absence de la dimension stratégique de la décision de détention d'actifs liquides.

## SECTION I- LE RISQUE DE SURINVESTISSEMENT LIE A L'ACCUMULATION DU FREE CASH-FLOW

Selon Jensen (1986), si les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires, les excès de liquidités qui ne peuvent être investis en projets rentables sont immédiatement retournés aux actionnaires (sous forme de dividendes ou de rachats d'actions). Dans le cas contraire, il existe un risque moral sur ces excès de liquidités. En effet, les managers seraient incités à surinvestir les excès de liquidités en projets peu ou pas rentables ou dans des « gaspillages organisationnels » qui leur sont personnellement bénéfiques et qui n'auraient pu être entrepris si les managers ne disposaient pas de liquidités et devaient se conformer au contrôle du marché des capitaux. Les coûts d'agence du free cash-flow apparaissent, par conséquent, lorsque l'entreprise dégager d'importants cash-flows libres et qu'elle dispose de peu d'opportunités d'investissement.

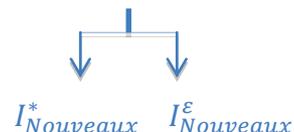
### 1. Mesure et utilisations possibles du free cash-flow

Richardson (2006) définit le free cash-flow comme le cash-flow détenu au-delà du montant nécessaire au financement des projets d'investissement et de la maintenance des actifs en place et le surinvestissement comme les dépenses d'investissement au-delà du nécessaire pour maintenir l'actif en place et pour financer les opportunités d'investissement rentables.

Pour spécifier sa définition, il décompose l'investissement total ( $I_{Total}$ ) en deux parties : les dépenses d'investissement de maintenance de l'actif en place ( $I_{Maintenance}$ ) et les dépenses d'investissement en nouveaux projets ( $I_{Nouveaux}$ ) dissociées à leur tour en dépenses en projets rentables ( $I_{Nouveaux}^*$ ) et en dépenses de surinvestissement ( $I_{Nouveaux}^E$ ).

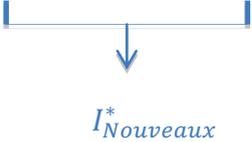
$$I_{Total} = Capex + Acquisitions + R\&D - Cessions$$

$$I_{Total} = I_{Maintenance} + I_{Nouveaux}$$



Le problème de surinvestissement apparaît lorsque la valeur ( $I_{New}^{\varepsilon}$ ) est positive<sup>46</sup>.

Les investissements en nouveaux projets dépendent des opportunités de croissance :

$$I_{New,t} = \alpha + \beta VP_{t-1} + \rho Z_{t-1} + I_{Nouveaux}^{\varepsilon}$$


$$I_{Nouveaux}^*$$

Où VP est une mesure des opportunités de croissance et Z est un vecteur de déterminants des dépenses d'investissement.

Le cash-flow libre (FCF) correspond à la différence entre le flux de trésorerie émanant des actifs en place ( $CF_{aep}$ ) et les investissements en projets rentables ( $I_{Nouveaux}^{\varepsilon}$ ).

$$FCF = CF_{aep} - I_{Nouveaux}^{\varepsilon}$$

Le flux de trésorerie émanant des actifs en place ( $CF_{aep}$ ) est le flux de trésorerie d'exploitation moins les investissements de maintenance plus les dépenses en R&D.

$$CF_{aep} = CFE - I_{Maintenance} + R\&D$$

Les problèmes d'agence concernent l'affectation du free cash-flow. Les dirigeants ont en effet plusieurs possibilités : le FCF peut être distribué aux actionnaires (dividendes ou rachats d'actions), aux créanciers (remboursement de la dette), ou accumulé sous formes d'actifs liquides ou encore gaspillé en surinvestissements.

$$FCF_t = I_{Nouveaux}^{\varepsilon} + \Delta Capitaux.propres_t + \Delta Dette_t + \Delta Actifs.financiers_t + \Delta Investissements_t + \Delta Autres_t$$

Le free cash-flow est destructeur de valeur lorsqu'il est affecté au surinvestissement ou à la détention excessive de liquidités (menant à un potentiel surinvestissement ultérieur). Les résultats de Richardson (2006) confirment la théorie des coûts d'agence du free cash-flow. Ils

---

<sup>46</sup>Il est également possible que cette valeur soit négative lorsque l'entreprise fait face au problème de sous-investissement.

montrent que les entreprises américaines de son étude affectent un dollar de FCF de la manière suivante : 41 cents sont détenus sous forme d'actifs liquides, 20 cents sont surinvestis, 15 cents servent à rembourser la dette et 13 cents seulement sont distribués aux actionnaires.

## 2. Les motifs de la préférence des dirigeants pour le surinvestissement et la détention excessive d'actifs liquides

On peut constater d'après les résultats de Richardson (2006) que les dirigeants privilégient l'allocation du FCF à l'accumulation d'actifs liquides et au surinvestissement. Quelles sont les principales motivations qui expliquent la préférence des dirigeants pour s'orienter vers ces deux options ? Pour répondre à cette question, il est nécessaire de présenter successivement ce qu'il est convenu d'appeler l'« empire building » et le comportement opportuniste des dirigeants en quête de l'enracinement et de leur intérêt personnel avant d'aborder trois biais comportementaux qui conduisent à des décisions d'investissement sous-optimales.

### 2.1. La préférence pour la construction d'empires : « Empire building »

*“Managers have incentives to cause their firms to grow beyond the optimal size”  
Jensen 1986*

En 1911, Schumpeter<sup>47</sup> décrit les entrepreneurs comme des constructeurs d'empires dont la première motivation est la création de « royaumes ». Depuis, plusieurs autres auteurs (notamment Baumol 1959, Marris 1964, Williamson 1963, Jensen 1986) ont abordé l'appétence des dirigeants pour la croissance et pour l'investissement excessifs.

Comme la rémunération des dirigeants est corrélée au chiffre d'affaires de l'entreprise (Murphy, 1985), les dirigeants ne cherchent pas à maximiser la richesse des actionnaires mais à maximiser les ventes de l'entreprise jusqu'à atteindre le niveau minimum requis de rentabilité (Baumol, 1959). Pour Marris (1964), les dirigeants choisissent naturellement

---

<sup>47</sup>Schumpeter, J. *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Dunker & Humblot, 1911. (The Theory of Economic Development, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934).

comme but de maximiser le taux de croissance de l'entreprise ce qui entraîne une diminution de la profitabilité et de la valorisation de l'entreprise

La préférence des dirigeants pour la construction d'empires les mène au surinvestissement et au gaspillage de la totalité des ressources internes (Jensen 1986, 1993). Cela implique donc que la prédisposition des dirigeants à l'empire building dépend de la disponibilité de fonds internes discrétionnaires et de l'absence d'opportunités de croissance. Ce comportement résulte de la divergence des fonctions d'utilités des dirigeants et des actionnaires et de la volonté de chaque partie de maximiser sa propre fonction d'utilité, car si l'empire building se traduit pour les dirigeants par plus de rémunération (Hope & Thomas, 2008), il est aussi synonyme d'inefficacité, de gaspillages et de destruction de la valeur pour les actionnaires.

### *La préférence pour les dépenses des dirigeants*

En se basant sur les hypothèses d'intérêt personnel et de rationalité des individus, Williamson (1963) propose le concept de « préférence pour les dépenses » des dirigeants. L'auteur explique que ces derniers n'adoptent pas une attitude neutre vis-à-vis des dépenses, car, directement ou indirectement, certains coûts pour l'entreprise sont source de satisfaction pour eux. Ils ont donc une préférence naturelle pour les dépenses, en particulier les dépenses qui leur assurent plus de sécurité, de pouvoir et de prestige ainsi que les dépenses qui leur offrent de multiples avantages en argent ou en nature.

Williamson (1963) classe ces dépenses en trois catégories :

- Les dépenses de personnel administratif en termes d'effectifs et de rémunérations des personnes travaillant dans l'« état-major » de la société. Un nombre important est synonyme de pouvoir, de responsabilité et de prestige.
- Les émoluments : la partie discrétionnaire de la rémunération des dirigeants aussi bien en termes d'avantages pécuniaires qu'en termes d'avantages en nature (logement, voiture de fonction...).
- La partie discrétionnaire des investissements qui assurent aux dirigeants prestige et réputation (par ex : mécénat, parrainage...).

Le paragraphe suivant, extrait du livre « Barbarian at the gates » (qui décrit le déclin de la société RJR Tobasco aux Etats-Unis en partie à cause des innombrables gaspillages qui

étaient pratiqués par ses dirigeants), permet d'illustrer la préférence pour les dépenses des dirigeants:

*“...It was no lie. RJR executives lived like kings. The top 31 executives were paid a total of \$14.2 million, or an average of \$458,000. Some of them became legends at the Waverly for dispensing 100\$ tips to the shoeshine girl. Johnson’s two maids were on the company payroll, and Johnson’s lieutenants single-handedly perked up the upper end of Atlanta’s housing market. No expense was spared.... An 18th century \$100,000 lacquered Chinese screen, complemented by a \$16,000 pair of powder blue Chinese vases or a \$50,000 Persian rug, or an English porcelain dessert service (\$20,000). Club memberships (two dozen for CEO Johnson) and Mercedes as company cars were the norm. The RJR Air Force was a nice touch, but even nicer were celebrity visitors from Santa Fe or Boston. Jack Nicklaus commanded over \$1,000,000 annually in fees”. It was, literally, the sweet life. A candy cart came around twice a day, dropping off bowls of bonbons at each floor’s reception areas. Not Baby Ruths but fine French confections. The minimum perks for even lowly middle managers was one club membership and one company car, worth up to \$28,000...” ( Source: Burrough & Helyar, 1990, p. 93)*

## 2.2. La préférence pour la diversification excessive

La préférence pour l’empire building des dirigeants peut se traduire par une diversification excessive des activités de l’entreprise. Ce comportement découle de l’objectif des dirigeants d’accroître leur pouvoir discrétionnaire. En effet, selon la théorie de l’agence, la diversification accorde aux dirigeants d’importants avantages en termes de prestige et de pouvoir. Les dirigeants diversifient les activités de l’entreprises, y compris dans des secteurs éloignés du métier de base de l’entreprise, en utilisant toutes les ressources disponibles plutôt que de les distribuer aux actionnaires. Shleifer et Vishny (1989) et Morck et al. (1990) montrent qu’en menant des investissements et acquisitions dans des domaines éloignées du métier de l’entreprise mais qu’ils maîtrisent de par leur expériences, connaissances ou savoir-faire, les dirigeants visent également à accroître leur enracinement et la dépendance des actionnaires à leur égard. Morck et al. (1990), Lang et Stulz (1994) et Berger et Ofek (1995), Denis et al. (1997), ont vérifié empiriquement le lien en trouvant une relation négative entre la diversification des entreprises et la création de valeur.

L'approche de Tong (2011) est plus instructive dans cette perspective. En effet, il a étudié la relation entre diversification des entreprises, gouvernance d'entreprise, contraintes de financement et la valeur des actifs liquides. Les résultats de son étude le mènent à conclure que la valeur des actifs liquides est inférieure dans les entreprises diversifiées (même pour les entreprises contraintes financièrement). Par contre, lorsque la gouvernance d'entreprise est efficace, la diversification a un impact neutre sur la valeur des actifs liquides. Ces résultats confortent l'hypothèse de problèmes d'agence liés à la diversification des entreprises. Pour sa part, Duchin (2010) a trouvé que les entreprises diversifiées détiennent près de moitié moins d'actifs liquides que les entreprises non diversifiées. Il explique ces résultats par la moindre exposition au risque des entreprises diversifiées puisque leurs opportunités d'investissement et leurs rentabilités sont diversifiées.

### 2.3. L'enracinement et la recherche du pouvoir par les dirigeants

L'opportunisme des dirigeants les pousse à satisfaire leur propre fonction d'utilité. En fait, ils ne cherchent pas uniquement à augmenter leurs salaires grâce à la croissance excessive car la fonction d'utilité des dirigeants comprend également des éléments non monétaires. Par exemple, Williamson (1964) a modélisé la fonction d'utilité des dirigeants par la combinaison du salaire, du statut, du prestige et du pouvoir qui dépendent de la taille et de la croissance de l'entreprise (parmi ces éléments, seul le salaire peut être évalué monétairement).

Pour Ravid et Sudit (1994), le pouvoir organisationnel est un élément important de la fonction d'utilité des dirigeants. Ce pouvoir est intimement lié au contrôle des ressources financières. En effet, le pouvoir des dirigeants dépend de l'autorité déléguée de la part des actionnaires pour prendre des décisions relatives à l'acquisition, l'utilisation et la disposition des ressources de l'entreprise. Par conséquent, plus les dirigeants accroissent les ressources (notamment financières) qu'ils contrôlent, plus ils augmentent leur pouvoir.

*“Growth increases managers’ power by increasing the resources under their control. It is also associated with increases in managers’ compensation, because changes in compensation are positively related to the growth in sales.” Jensen (1986)*

Cette « quête du pouvoir » ne se fait pas pour le pouvoir en soi mais pour atteindre d'autres objectifs qui ne sont pas forcément pécuniaires. En effet, en plus de l'augmentation du salaire,

les dirigeants apprécient le pouvoir afin d'augmenter la dépendance des tiers à leur égard et leur enracinement dans l'entreprise.

« *Who has the gold makes the rules* »

L'argumentaire est proche de la théorie de la dépendance des ressources élaborée par Pfeffer (1981) selon laquelle une des sources du pouvoir organisationnel provient du contrôle des ressources financières car non seulement ces ressources permettent aux dirigeants d'éviter de se soumettre au contrôle externe mais en plus, elles leurs permettent de créer une situation de dépendance des ressources et d'augmenter ainsi leur enracinement. (Charreaux, 1996).

« *What is power? Asks that splendid iconoclast, Republican Representative Millicent Fenwick of New Jersey... « Power is having something that somebody else wants »(Farney, 1979 cité par Pfeffer, 1981)*

Chez Pfeffer (1981), des ressources excédentaires créent une dépendance par rapport aux personnes qui les contrôlent, car si ces ressources excédentaires sont injectées dans les budgets de l'organisation, elles deviennent rapidement partie intégrante de son fonctionnement et par conséquent deviennent indispensables. Pfeffer (1981) fait une analogie avec le comportement d'un individu qui voit son revenu augmenter et à qui on fait croire que cette augmentation est probablement permanente. Si au départ, il ne saurait comment dépenser cet argent supplémentaire, au fil du temps, son niveau de consommation inclurait cet excès (appartement plus grand, plus de voyages, plus de sorties...) et ce revenu excédentaire cesserait d'être considéré comme un excès de revenu pour devenir le minimum nécessaire pour vivre. Mais un retour à la situation antérieure serait « traumatisant ». L'auteur estime que les organisations adoptent le même comportement et qu'un excès de ressources financières dans les budgets est rapidement intégré dans les activités régulières de l'organisation pour devenir une nécessité.

La dépendance des ressources est tributaire, d'un côté, de la quantité de ressources financières à la disposition des dirigeants et d'un autre côté, du contrôle des dirigeants sur ces ressources. Il faut qu'ils soient capables d'allouer ces excès de liquidités, mais également qu'ils aient la capacité d'augmenter ou de diminuer ces allocations. Ainsi, les dirigeants s'assurent un pouvoir non négligeable et ce, du fait qu'ils peuvent menacer de diminuer les ressources financières si on s'oppose à leurs décisions.

### 3. Biais comportementaux et détention d'actifs liquides

La section précédente permet de constater que le comportement déviant des dirigeants peut être dû à leur opportunisme et à leur recherche de bénéfices privés : empire building, enracinement, pouvoir... Toutefois, un autre pan de la littérature financière attribue le comportement sous-optimal des entreprises à l'irrationalité de ses dirigeants. Les décisions financières des entreprises dépendent alors des caractéristiques et des préférences personnelles des dirigeants. Dans cette section, il sera question de trois principaux biais comportementaux qui affectent la gestion des liquidités: l'excès de confiance des dirigeants, leur degré d'aversion au risque et leur préférence pour l'inaction et la « vie tranquille » et de l'impact de ces biais comportementaux sur la décision de détention d'actifs liquides.

#### 3.1. L'hypothèse d'Hubris (ou le péché d'orgueil)

L'excès de confiance est l'un des thèmes les plus étudiés en finance comportementale. Issu de la littérature de psychologie sociale, l'excès de confiance reflète l'illusion de supériorité des individus. C'est un biais cognitif qui conduit les individus à surestimer de manière automatique leurs qualités et à sous-estimer leurs défauts.

*“Perhaps the most robust finding in the psychology of judgment is that people are overconfident.» (DeBondt & Thaler, 1995)*

Les dirigeants sur-confiants ont tendance à surestimer leurs compétences, capacités ou connaissances (Bessière, 2007); ce qui se répercute sur leurs décisions financières. Comme dans la théorie de l'enracinement et de la recherche de l'intérêt personnel, l'excès de confiance des dirigeants les conduit à prendre des décisions de financement et d'investissement sous-optimales qui détruisent de la valeur. La différence réside dans le fait que selon l'hypothèse d'Hubris, les dirigeants sur-confiants prennent ces décisions en toute bonne foi en les considérant comme la meilleure stratégie pour créer de la valeur actionnariale alors que les dirigeants opportunistes prennent leurs décisions en sachant pertinemment qu'elles nuisent aux actionnaires. L'excès de confiance mène ainsi à des distorsions des politiques financières de deux manières: il peut mener aussi bien au surinvestissement qu'au sous-investissement.

### *Excès de confiance, actifs liquides et surinvestissement*

Roll (1986) a été le premier à étudier l'excès de confiance comme explication du comportement des dirigeants notamment lors d'opérations d'acquisitions. L'excès de confiance mène au surinvestissement dans la mesure où les dirigeants initiateurs de l'acquisition proposent un prix supérieur à la valeur réelle de l'entreprise cible (C'est la « malédiction du vainqueur de surenchère »), car d'une part ils surestiment la création de valeur de l'opération et leurs capacités à générer de la profitabilité future (Landier & Thesmar, 2009), et sous-estiment d'autre part le risque du projet.

Les dirigeants sur-confiants distribuent moins de dividendes (Deshmukh, Goel, & Howe, 2009) et surinvestissent en projets d'investissement et d'acquisitions, élargissant la taille de l'entreprise au-delà de sa taille optimale et entraînant ainsi des réactions négatives du marché. L'excès de confiance des dirigeants les pousse également à surestimer la valeur de leurs propres entreprises ce qui se répercute sur leurs décisions financières. En fait, l'excès de confiance est plus subtil que la simple surenchère. Les dirigeants sur-confiants sont des dirigeants qui non seulement surestiment la performance de leurs entreprises mais qui sont en plus persuadés que leurs sociétés sont sous-évaluées par le marché. Par conséquent, ces dirigeants évitent le recours au financement externe et n'opèrent des acquisitions que si les ressources internes sont suffisantes pour les financer. L'excès de confiance n'augmente le nombre d'acquisitions de mauvaise qualité que si les ressources internes sont abondantes (Malmendier, Tate, & Yan, 2007). Autrement dit, la décision d'investissement des dirigeants sur-confiants est plus sensible au cash-flow en particulier pour les entreprises disposant d'une faible capacité d'endettement.

Pour Malmendier et Tate (2005), le lien entre décision d'investissement et cash-flow ne dépend pas de l'opportunisme managérial ou de l'asymétrie d'information, mais de l'écart de jugements entre dirigeants et marchés à propos de la valeur de la firme. Les dirigeants sur-confiants surestiment systématiquement la rentabilité espérée de leurs projets. S'ils disposent de fonds internes suffisants et qu'ils ne sont pas correctement contrôlés par le marché ou par des mécanismes de gouvernance appropriés, leurs décisions d'investissement risquent d'être sous optimales et cela malgré l'absence d'asymétrie de l'information ou de problème d'agence. Par contre, si les actifs liquides sont insuffisants, les dirigeants sur-confiants évitent l'accès au financement externe, car ils jugent que le marché sous-évalue la valeur de leur entreprise et leur performance future et freinent leurs investissements.

A ce sujet, l'enquête de Graham et Harvey menée en 2001 sur les directeurs financiers révèle que plus des deux tiers (70%) des directeurs interrogés considéraient leur entreprise comme étant sous-évaluée par le marché alors que seulement 3% des directeurs considéraient leur entreprise comme surévaluée. Par ailleurs, 67 % des directeurs interrogés ont déclaré que l'évaluation du marché de leur entreprise conditionnait leur financement externe. Ces résultats sont particulièrement significatifs d'autant plus que comme le rappellent Baker, Ruback et Wurgler (2004), cette enquête a été réalisée avant l'éclatement de la bulle internet.

### *Excès de confiance et hiérarchie des préférences des modes de financement*

En matière de structure financière, l'hypothèse d'excès de confiance des dirigeants ne remet pas en cause pour autant la théorie du financement hiérarchique. Elle apporte juste une explication supplémentaire ou alternative: les dirigeants évitent le recours aux ressources externes non pas qu'ils détiennent une information privée, mais parce qu'ils croient la détenir. Heaton (2002) propose, à l'instar de Myers et Majluf (1984), une hiérarchie de la préférence des modes de financement des dirigeants sur-confiants. Ces derniers ont une préférence pour les fonds internes plutôt que pour les fonds externes.

En fait, l'excès de confiance peut mener à des politiques d'investissement sous optimales dans deux cas de figure: d'un côté, les dirigeants à court de liquidités peuvent abandonner des projets d'investissement rentables, car ils jugent le financement externe trop coûteux du fait de l'évaluation du marché de leurs entreprises (du moment où ils estiment que le marché sous-évalue leur entreprise). D'un autre côté, les dirigeants disposant de suffisamment de fonds discrétionnaires peuvent mener des projets destructeurs de valeur parce qu'ils les jugent, par erreur, plus rentables et moins risqués qu'ils ne le sont en réalité. Ainsi, en fonction des opportunités d'investissements rentables et de la disponibilité des fonds internes, l'excès de confiance peut mener soit aux problèmes de sous-investissement soit aux problèmes de surinvestissement. La valeur du free cash-flow dépend par conséquent de l'optimisme des dirigeants et de la disponibilité d'opportunités d'investissement rentables (Heaton, 2002). Un excès de confiance associé à de faibles opportunités d'investissement rentables alourdit les coûts du free cash-flow car les dirigeants investissent dans des projets à VAN négative (à cause de leurs mauvaises prévisions de rentabilité). En revanche, en présence de bonnes opportunités d'investissement, les dirigeants sur-confiants et à court de liquidités internes peuvent abandonner des projets rentables dans la mesure où ils jugent le coût du financement externe trop élevé (à cause de leur sentiment que leur société est sous-

évaluée par le marché) et par conséquent la présence de fonds discrétionnaires serait au contraire avantageuse.

### 3.2. Le degré d'aversion au risque et l'accumulation du free cash-flow

L'aversion au risque des dirigeants est un problème typique des relations d'agence entre dirigeants et actionnaires (Tong 2010). Cela s'explique par trois motifs :

Premièrement, comme le montrent plusieurs auteurs (parmi lesquels Amihud et Lev, 1981 ou Agrawal & Mandelker, 1987), le degré d'appétence au risque des dirigeants est inférieur à celui des actionnaires. Si l'actionnaire n'est concerné que par le risque systémique (car il peut diversifier son portefeuille pour compenser le risque idiosyncrasique), il est neutre au risque et préfère entreprendre tous les projets à VAN positives (même les plus risqués). Ce n'est pas le cas des dirigeants qui investissent tout leur capital humain dans l'entreprise (les dirigeants n'ont pas un portefeuille d'employeurs). En cas de contre-performance, les dirigeants mettent en jeu leurs positions et avantages (pécuniaires et non pécuniaires) dans l'entreprise ainsi que leur réputation sur le marché du travail des dirigeants en cas de licenciement. Par conséquent, ils préfèrent mener des actions visant à limiter le risque total de l'entreprise. Ils peuvent mener des opérations de couverture et d'assurances ou n'entreprendre que des projets peu ou non risqués, ou encore détenir des niveaux excessifs d'actifs liquides. Il existe donc bien un conflit d'intérêts, car cette situation n'est pas avantageuse pour l'actionnaire compte tenu du lien entre risque et rentabilité. C'est l'hypothèse de réduction du risque: les dirigeants ont tendance à choisir des projets peu rentables mais moins risqués, ce qui diminue le risque de l'entreprise, mais également sa valeur (Liu & Mauer, 2011).

Deuxièmement, comme le recours à l'endettement augmente le risque de détresse financière des entreprises. Les dirigeants peuvent choisir, afin de minimiser ce risque, de maintenir des niveaux élevés d'actifs liquides pour autofinancer leurs projets d'investissement sans avoir à recourir à l'endettement. Ce comportement découle de l'objectif des dirigeants de maintenir leurs situations dans l'entreprise (en minimisant les risques de défaillance) car en cas de détresse financière, les créanciers peuvent exiger la révocation des dirigeants (Jensen et Meckling, 1976), ce qui nuirait à leur réputation sur le marché du travail des dirigeants.

Troisièmement, si la rémunération des dirigeants est indexée aux résultats de l'entreprise, il est possible que les dirigeants préfèrent que le cash-flow de l'entreprise soit stable (même si cela implique qu'il soit moins élevé) afin de s'assurer une rémunération régulière et stable

(Amit & Wernerfelt, 1990; Anderson, Mansi, & Reeb, 2003). Ce problème peut être résolu par l'adoption d'un système de rémunération incitatif, notamment par le biais de plans de stocks options.

Tong (2010) a étudié le lien entre l'adoption d'incitations financières (notamment par le biais de plans de stocks options) et la détention d'actifs liquides des entreprises américaines. Ses résultats montrent bien que dans les entreprises dont les dirigeants sont moins incités financièrement par des plans de stocks options, la détention d'actifs liquides est plus importante. L'auteur indique également que la détention d'actifs liquides réduit le risque total de l'entreprise et que les actifs liquides ont un impact marginal négatif sur la rentabilité et la valeur de l'entreprise. Ses résultats confirment l'hypothèse selon laquelle les dirigeants averse au risque et opportunistes allouent plus de ressources à la détention d'actifs liquides au détriment de projets rentables mais plus risqués.

### 3.3. La préférence pour « la vie tranquille »

Selon Bertrand et Mullainathan (2003), les dirigeants ont une préférence pour la « vie tranquille » et à l'inaction lorsqu'il s'agit de prendre des décisions difficiles comme par exemple la fermeture d'usines. Ils préfèrent maintenir des niveaux élevés de liquidités afin d'acheter « la paix » avec les salariés en leur offrant des salaires élevés et en maintenant leurs fonctions même si l'usine où ils travaillent est peu ou pas rentable.

D'un autre point de vue, les entreprises préfèrent la détention de niveaux faibles d'actifs liquides afin de ne pas attirer l'attention des actionnaires activistes (Faleye, 2004) et des syndicats de salariés (Klasa, Maxwell, & Ortiz-Molina, 2009). Une détention visiblement excessive d'actifs liquides peut amener les actionnaires et les syndicats à les revendiquer. Selon ces auteurs, la détention de faibles niveaux de liquidités est un argument puissant lors de négociations avec les syndicats. Ils soutiennent d'ailleurs que la probabilité de grèves syndicales est positivement corrélée aux niveaux d'actifs liquides détenus.

Ainsi, la prise en compte des aspects organisationnels et comportementaux mettent en évidence les hypothèses explicatives du comportement accumulateur de liquidités des entreprises. Il s'agit notamment des hypothèses relatives à la théorie de l'agence comme la préférence des dirigeants pour la construction d'empires, la diversification excessive, l'enracinement et le pouvoir, mais également des hypothèses issues de la finance

comportementale, celle du péché d'orgueil, celle du degré d'aversion au risque ou encore celle de la préférence pour la vie tranquille.

Après avoir montré comment les dirigeants ont tendance à accumuler des liquidités afin de servir leurs propres intérêts, il s'agit à présent de chercher à savoir comment les actionnaires peuvent forcer le dirigeant à leur distribuer le cash-flow libre plutôt que de l'investir en projets à VAN négative ou en inefficiences organisationnelles (Jensen 1986).

## SECTION II – LE CONTROLE DU NIVEAU ET DE L’AFFECTATION DU CASH-FLOW PAR LES ACTIONNAIRES

L’analyse qui va suivre vise à présenter deux types de leviers d’action à la disposition des actionnaires pour restreindre l’espace discrétionnaire des dirigeants. D’une part, nous aborderons leur action indirecte par le biais de la politique financière et d’autre part, nous mettrons en exergue leur action directe à travers les mécanismes de gouvernance d’entreprise.

### 1. La politique financière comme mécanisme indirect de contrôle du comportement managérial

La théorie de l’agence présente la politique financière comme une contrainte imposée aux dirigeants allant dans le sens de la création de la valeur pour les actionnaires. Dans cette section, deux aspects de la politique financière seront abordés : la politique de distribution et celle du financement.

#### 1.1. Free cash-flow et politique de distribution

Selon Miller et Modigliani (1961), sous certaines conditions, la politique de dividendes n’affecte pas la valeur de l’entreprise. Dans un monde parfait, les décisions d’investissement constituent les seuls déterminants de la valeur de l’entreprise. Cette hypothèse est loin d’être vérifiée dans le monde réel dans lequel l’asymétrie d’information et les conflits d’agence entre managers et actionnaires font que la décision de distribution de dividendes est une décision créatrice de valeur de deux manières possibles :

##### *1.1.1. La distribution de dividendes et la réduction du risque de surinvestissement*

La distribution de dividendes est identifiée par Grossman et Hart (1980), Rozeff (1982), Easterbrook (1984) et Jensen (1986) comme étant un mécanisme efficace de réduction des coûts d’agence du free cash-flow. Comme expliqué plus haut, les dirigeants opportunistes sont tentés d’exproprier ou de gaspiller les ressources financières à leur disposition s’ils ne sont pas suffisamment surveillés. Comme cette surveillance entraîne des coûts pour les actionnaires, Esterbrook (1984) avance qu’une distribution régulière et généreuse de dividendes minimise ces coûts de surveillance en limitant les ressources contrôlées par les dirigeants et l’autofinancement des investissements de l’entreprise. De plus, cette situation

contraint les dirigeants à recourir aux marchés des capitaux, ce qui les rend plus exposés au contrôle des marchés financiers. En effet, le financement externe apporte une surveillance et un contrôle effectif de la part des banques, des agences de notation, des obligataires ... Les dirigeants sont obligés de communiquer des informations sur leurs projets et sur la rentabilité attendue aux créanciers (voir le paragraphe suivant 1.1.2).

*“Managers who need to raise money consistently are more likely to act in investor’s interests than managers who are immune from this kind of scrutiny” (Easterbrook F. H., 1984, p. 654)*

Une entreprise qui maximise la richesse des actionnaires est donc une entreprise qui distribue les excès de liquidités aux actionnaires pour éviter de les gaspiller dans des projets destructeurs de valeur comme de mauvaises décisions d’acquisitions par exemple.

Selon la théorie de l’agence, la distribution de dividendes constitue un mécanisme de gouvernance efficace puisqu’elle diminue les fonds disponibles à la discrétion des dirigeants et augmente la valeur de l’entreprise en diminuant le risque de surinvestissement ; en particulier lorsque les opportunités d’investissement sont faibles. Dans ce contexte, l’annonce d’une augmentation (diminution) des dividendes envoie un signal positif (négatif) au marché et a pour conséquence une rentabilité anormale positive (négative) (Calvi-Reveyron, 1999). Cette réaction du marché est d’autant plus importante que le risque de surinvestissement est important. Calvi-Reveyron (1999) a étudié la variation des cours boursiers à la suite de modifications significatives des dividendes distribuées des entreprises cotées françaises. Les résultats auxquels l’auteur est parvenu montrent que la sensibilité des cours boursiers n’est significative que pour les entreprises présentant un faible ratio de valorisation des actifs (qui mesure le niveau des opportunités d’investissement) ou un niveau élevé de fonds discrétionnaires. Ces résultats corroborent ainsi la théorie du free cash-flow.

Ainsi, pour plusieurs auteurs (Bhattacharya, 1979; Kalay, 1980; Miller & Rock, 1985; John & Williams, 1985), les dirigeants utilisent les distributions de dividendes afin d’envoyer un signal crédible aux actionnaires sur les revenus présents et futurs de la firme. Les initiations et les augmentations de dividendes signalent de bonnes perspectives d’avenir, alors que les omissions ou réductions de dividendes signalent de mauvaises perspectives. Le contenu informationnel des dividendes permet par conséquent de diminuer l’asymétrie d’information entre l’entreprise et les actionnaires.

### *1.1.2. La politique de rachats d'actions*

Les programmes de rachat d'actions représentent une méthode efficace de distribution des excès de liquidités aux actionnaires. En 2010, les entreprises du CAC 40 ont distribué 2 millions d'euros sous forme de rachats d'actions. En 2007, avant la crise financière, ce montant s'élevait à 19,2 millions d'euros. Aux Etats-Unis durant ces deux dernières décennies, le montant des rachats d'actions est même devenu supérieur à celui des dividendes.

Les rachats d'actions sont similaires aux dividendes dans le sens où ce sont deux méthodes de distribution des excès de liquidités aux actionnaires. Si les explications théoriques des dividendes s'appliquent également aux rachats d'actions (théories du signal et de l'agence), d'autres explications sont spécifiques aux rachats d'actions, car ceux-ci permettent d'éliminer à la fois les problèmes de surinvestissement liés aux excès de liquidités et les problèmes de sous-investissement liés aux pénuries de liquidités. Si l'entreprise ne dispose pas d'opportunités d'investissement, elle peut distribuer l'argent aux actionnaires sous formes de rachats d'actions, et si une opportunité d'investissement se présente, elle aura toujours la possibilité de revendre ses actions propres (Haw et al., 2011).

Par conséquent, les rachats d'actions sont considérés comme une méthode flexible, discrétionnaire et efficace quant à la résolution des problèmes d'agence du free cash-flow. Grullon et Michaely (2004) et Dittmar (2000) trouvent que les opérations de rachats d'actions diminuent les dépenses d'investissement et que la réaction du marché aux annonces de rachats d'actions est plus positive pour les entreprises disposant de peu d'opportunités de croissance et d'importants cash-flows (celles soumises aux problèmes de surinvestissement).

Par ailleurs, selon Brennan et Thakor (1990), les rachats d'actions représentent la méthode de distribution préférée à la fois des actionnaires (pour des raisons fiscales) et des entreprises. Ceci est particulièrement vrai lorsqu'il s'agit de distribuer d'importants excès de liquidités, alors que les petites distributions sont effectuées par des dividendes. En effet, en cas d'excès exceptionnel de liquidités, les entreprises préfèrent le recours aux rachats d'actions car, contrairement aux augmentations de dividendes, les rachats d'actions n'engagent pas les entreprises à des distributions futures (Dittmar, 2000). Dans ce sens, le choix entre le recours aux dividendes et les rachats d'actions peut dépendre également du degré d'incertitude pesant sur les résultats des entreprises. N'étant pas sûres de pouvoir dégager le même niveau de bénéfices dans le futur, elles préfèrent ne pas diminuer les dividendes en cas de baisses de la

profitabilité et privilégient un taux croissant des dividendes jusqu'à ce qu'elles atteignent un niveau cible de distribution (Lintner, 1956). Dans une étude récente, Brav et al. (2005) indiquent que 90 % des directeurs financiers considèrent que les réductions de dividendes ont un impact négatif sur la valeur de la firme. Les dirigeants apprécient donc la flexibilité des rachats d'actions au vu de la rigidité des dividendes.

Ainsi, les dividendes et les rachats d'actions peuvent être considérés à la fois comme substituables et complémentaires. Ils sont substituables lorsque les rachats d'actions sont utilisés pour distribuer des liquidités normales et régulières, et ils sont complémentaires lorsqu'ils servent à distribuer des liquidités exceptionnelles et temporaires.

L'accroissement des dividendes et/ou des rachats d'actions constituent le premier moyen à la disposition des actionnaires pour s'assurer que les excès de liquidités leurs seront retournés. Cela étant dit, à cause du caractère discrétionnaire de la politique de distribution, cette mesure est considérée comme une mesure « molle » et ce, en comparaison avec des mesures « dures » à travers l'action sur la structure du financement en faveur de l'endettement (Moussu & Thibierge, 1997). En effet, Jensen (1986) considère que les dirigeants peuvent verser des dividendes ou promettre de le faire. Toutefois, cette décision reste discrétionnaire dans la mesure où rien n'oblige les dirigeants à verser effectivement des dividendes. Rien non plus ne les empêche d'en diminuer le montant. Ils gardent ainsi le contrôle des futurs cash-flows sécrétés par l'entreprise, contrairement à l'endettement qui est un mécanisme plus efficace du fait que l'engagement de remboursement et de paiement des intérêts est légalement scellé. Le recours à la dette par les dirigeants crédibilise ainsi la promesse de distribuer les futurs cash-flows.

## 1.2. La politique de financement : une contrainte des choix des dirigeants

Alors que Modigliani et Miller (1958) soutiennent que dans le cadre d'un marché sans frictions, l'endettement a un impact neutre sur la valeur de l'entreprise, Jensen et Meckling (1976), Grossman et Hart (1982), Jensen (1986), Harris et Raviv (1990), Stulz (1990), Maloney, McCormick et Mitchell (1993) etc. défendent l'idée que l'endettement atténue les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et crée de la valeur. Le recours à l'endettement réduit l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires et limite l'espace discrétionnaire des dirigeants, réduisant ainsi le risque de surinvestissement lié à la présence du cash-flow libre.

### *1.2.1. Le rôle informationnel de l'endettement*

En raison de l'asymétrie de l'information, les investisseurs n'ont aucune certitude concernant la qualité de la gestion de l'entreprise ni l'efficacité de la stratégie menée par la direction. Selon la théorie de l'agence, les dirigeants qui n'agissent pas toujours dans l'intérêt des actionnaires ne sont pas enclins à fournir toute l'information disponible aux investisseurs. En effet, l'asymétrie informationnelle est avantageuse pour les dirigeants car elle leur permet de «paralyser» les systèmes de contrôle organisationnel (Paquerot & Chapuis, 2003) et de s'enraciner dans l'entreprise.

En forçant les dirigeants à recourir à l'endettement, les actionnaires obtiennent plus d'informations sur la politique de l'entreprise. Lesquelles informations leur permettent de réduire l'asymétrie informationnelle et de mieux contrôler les dirigeants.

D'un côté, selon la théorie du signal (Ross 1977, Leland et Pyle 1977) les actions sont plus crédibles que les paroles pour communiquer de l'information aux actionnaires sur la valeur de l'entreprise et sur la qualité des projets à financer. Les décisions financières des dirigeants apportent des informations aux investisseurs extérieurs à la firme (Wirtz 2002). Dans ce sens, le choix d'une structure du capital est un vecteur d'informations aux actionnaires. En s'endettant, les dirigeants s'engagent à rembourser le principal de la dette ainsi que les intérêts. La capacité de la firme d'honorer cet engagement envoie un signal positif au marché sur sa qualité. Par ailleurs, en cas de défaut de remboursement, les créanciers peuvent engager une procédure de liquidation de l'entreprise (qui implique le transfert de droits de contrôle vers les créanciers), ce qui constitue également une source d'information (Harris et Raviv 1990).

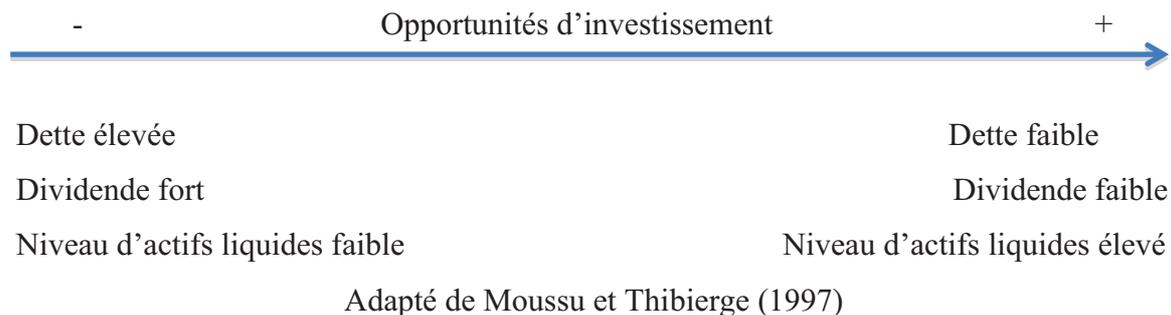
D'un autre côté, l'endettement bancaire est l'occasion d'établir une relation entre l'entreprise et la banque, ce qui réduit également l'asymétrie informationnelle. De plus, les créanciers (banquiers et intermédiaires financiers) sont réputés pour leur expertise en termes d'évaluation et de contrôle des entreprises (Stulz 1990, Hoshi, Kashyap et Scharfstein 1991). Ils sont considérés comme des « auditeurs délégués » capables de surmonter les problèmes de passager clandestin qui peuvent survenir au moment de la collecte de l'information ou du monitoring (Diamond, 1984). Les actionnaires contrôlent donc indirectement les managers en déléguant les fonctions de surveillance et de contrôle aux banquiers, agences de notation, créanciers...

### *1.2.2. La dette comme remède au problème de surinvestissement*

Si les actionnaires n'exercent pas de contrôle sur tous les investissements de l'entreprise, ils peuvent néanmoins contraindre le choix du mode de financement (à travers le conseil d'administration qui les représente). L'endettement est ainsi présenté comme un mécanisme imposé par l'extérieur (Wirtz, 2002) permettant d'aligner les décisions d'investissement des dirigeants avec l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Le recours à l'endettement est présenté comme un mécanisme de contrôle des dirigeants qui doivent justifier l'allocation des fonds prêtés. Il permet de réduire l'espace discrétionnaire des dirigeants (mesuré par le niveau du cash-flow libre à leur disposition) dans la mesure où les dirigeants s'engagent contractuellement à effectuer des remboursements réguliers des emprunts et à payer les intérêts. Ainsi les actionnaires limitent la flexibilité des dirigeants en limitant l'éventail de possibilités d'investissement, car les dirigeants disposent de moins de liquidités à leur discrétion (Greenwald, Stiglitz, & Weiss, 1984) à dépenser en acquisitions peu (ou non) rentables ou en « gaspillages » organisationnels.

La théorie de l'agence prédit également que l'augmentation du ratio d'endettement a un effet incitatif très fort sur les dirigeants. L'endettement force le dirigeant à être plus productif puisqu'en augmentant les engagements envers les créanciers, l'endettement accroît les risques de faillite dont la manifestation entraîne le changement de l'équipe dirigeante (Gilson, 1989). Les dirigeants, cherchant à conserver leurs positions, s'évertuent par conséquent à choisir des projets rentables afin d'être en mesure d'effectuer les remboursements et d'assurer la survie de l'entreprise, car s'il leur arrive de ne pas honorer leurs engagements, les créanciers peuvent réclamer la liquidation de l'entreprise (Harris & Raviv, 1991). L'efficacité de ce mécanisme dépend de la structure financière de l'entreprise: plus la part de la dette augmente dans la structure financière plus le risque de défaillance est élevé (Grossman et Hart, 1982). Confrontés à ce risque, les dirigeants préfèrent maximiser les profits plutôt que de sacrifier leurs positions et avantages dans l'entreprise.

Ainsi, compte tenu de l'action indirecte de la politique financière sur la latitude discrétionnaire des dirigeants, une entreprise efficacement contrôlée et dont les opportunités d'investissement sont faibles devrait être caractérisée par un endettement et des dividendes élevés. A l'inverse un niveau élevé d'opportunités est associé à un niveau faible d'endettement et de distribution.



La dette apparaît ainsi comme une mesure forte de limitation de l'espace discrétionnaire des dirigeants mesuré par le niveau d'actifs liquides à leur disposition (Charreaux, 2004). Toutefois, ce mécanisme n'est efficace que pour les entreprises disposant de free cash-flow important et de peu d'opportunités d'investissements, car plus la valeur de l'entreprise est marquée par des opportunités d'investissements, plus il est difficile pour les investisseurs d'assurer le contrôle. Cette mesure dépend également de la spécificité des actifs de l'entreprise (Williamson, 1988), puisqu'en cas de besoin de financement, les entreprises peuvent toujours céder des actifs au lieu de recourir à l'endettement.

## 2. Impact de la gouvernance d'entreprise sur la décision de détention d'actifs liquides

Dans un monde parfait, les actionnaires ont tout intérêt à encourager les dirigeants à détenir de la trésorerie. Cela dit, dans un monde caractérisé par l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme des agents, les actifs liquides sont probablement les actifs les plus exposés aux comportements déviants des dirigeants, car ils peuvent être transformés à moindre coût en bénéfices privés (Myers and Rajan 1998)<sup>48</sup>. Plus que le niveau de détention, c'est la décision d'allocation des actifs liquides qui est centrale au conflit entre dirigeants et actionnaires. Selon Harford, Mansi et Maxwell (2008), toute discussion sur l'efficacité de la gouvernance d'entreprise doit aborder ce sujet-là.

Cette question a été étudiée dans plusieurs recherches qui établissent un lien entre la détention d'actifs liquides et la gouvernance d'entreprises. Lorsqu'ils ne sont pas correctement

---

<sup>48</sup> Comme le soulignent Pinkowitz et al. (2006), il est plus facile de faire disparaître des actifs liquides que de faire disparaître une usine.

contrôlés, les dirigeants accumulent les ressources financières de l'entreprise pour maximiser leur bien-être au détriment des actionnaires. Comme le préconise la théorie du free cash-flow, les actionnaires doivent forcer les dirigeants, grâce au système de gouvernance, à disposer d'un niveau minimal d'actifs liquides. Il en résulte que, théoriquement, plus le système de gouvernance d'une entreprise est puissant et efficace, moins les dirigeants détiennent d'actifs liquides (Harford, Mansi, & Maxwell, 2008).

### 2.1. Les droits des actionnaires

Les droits des actionnaires sont rattachés aux actions qu'ils détiennent. Ces droits leur accordent le pouvoir d'extraire les bénéfices de leur investissement de la direction à travers leurs droits de vote, car ils ont le pouvoir de révoquer les dirigeants s'ils ne leur distribuent pas de dividendes. Sans ces droits, les actionnaires ne seraient pas rémunérés et l'entreprise aurait des difficultés à lever des fonds externes (LaPorta et al, 1998). Mieux, ils constituent en fait des droits auxquels les dirigeants renoncent dans le but d'obtenir du financement (Hirigoyen G. , 2002)

Selon Gompers, Ishii, &Metrick (2003), les entreprises sont des républiques. L'autorité ultime est exprimée par le droit de vote des actionnaires. Ces derniers élisent des représentants (administrateurs) qui délèguent la plupart des décisions à des bureaucrates (managers). Comme dans toute république, la répartition du pouvoir dépend des règles de gouvernance. Si dans une démocratie, le pouvoir appartient aux votants qui peuvent aisément remplacer les dirigeants, dans une dictature, le management s'empare du pouvoir et restreint son remplacement.

Est-ce que la décision de détention d'actifs liquides est similaire dans une entreprise bien gouvernée (une république) que dans une entreprise mal gouvernée (une dictature) ?

- *Le lien entre le système de protection légal des actionnaires et le niveau d'actifs liquides*

La qualité du système de gouvernance d'une entreprise et des droits de ses actionnaires peut être appréhendée à travers l'environnement institutionnel et le degré de protection de ses actionnaires et créanciers. C'est le lien établi par Hirigoyen (2002) et La Porta et Al. (1997) (déjà introduit par Jensen et Meckling (1976)) entre Droit et Finance. Selon La Porta et al. (1997), les lois ainsi que la qualité de leur application par les tribunaux et organismes de

contrôle sont des éléments essentiels de la finance (développement des marché financier, rythme d'émission de valeurs mobilières, géographie du capital, politiques de dividendes et efficacité des investissements) ainsi que de la gouvernance d'entreprise. Les mêmes auteurs soutiennent, après avoir étudié les lois et la qualité de leur application de 49 pays différents, que le système légal de protection des investisseurs des pays de Droit Commun d'origine anglaise (Etats-Unis, Australie, Canada ...) est le plus ferme, alors que le système légal de protection des actionnaires dans les pays de Droit civil français (France, Belgique, Italie...) est le plus faible. Les lois des pays de Droit civil germanique et scandinave se trouvent entre les deux.

Le système légal de protection des investisseurs joue un rôle central dans la compréhension des différentes décisions financières prises par l'entreprise dans divers pays (Ferreira et al. 2004). C'est à travers le système légal de protection des actionnaires que les institutions d'un pays agissent sur l'espace discrétionnaire des dirigeants. Les décisions financières des entreprises ne sont pas prises dans un « vide institutionnel » et l'efficacité des politiques financières des entreprises dépend de l'environnement institutionnel de l'entreprise (Writz 2002).

Lorsque la protection des actionnaires est faible, il est plus facile pour les dirigeants de s'approprier les ressources de l'entreprise. Par conséquent, dans le cadre des théories de l'agence et du free cash-flow, des chercheurs se sont interrogés sur l'existence d'une corrélation entre le degré de protection des investisseurs et le montant des réserves en disponibilités et en valeurs mobilières de placement.

Dittmar et al. (2003) ont mené une étude sur 11000 entreprises dans 45 pays différents afin de tester l'hypothèse du lien entre protection des investisseurs et détention d'actifs liquides. Leurs conclusions confirment que les niveaux de détention en liquidités sont plus importants (jusqu'à deux fois plus importantes) dans les pays où les actionnaires sont le moins protégés et qu'à contrario les dividendes y sont faibles<sup>49</sup>. En d'autres termes, dans les pays où la protection est faible, les actionnaires ne peuvent pas forcer les dirigeants à leurs distribuer les liquidités. Par ailleurs, les travaux de La Porta et al. , portant sur 4000 entreprises de 33 pays différents, montrent bien qu'il existe une relation positive entre degré de protection des

---

<sup>49</sup>Pinkowitz et al. (2003) arrivent à des conclusions similaires.

actionnaires minoritaires et distribution des dividendes. Ils soutiennent que la distribution des dividendes semble être plus le résultat de la protection des actionnaires minoritaires qu'un substitut à celle-ci.

Il est à noter cependant une limite à ce point de vue, car les pays où les institutions de protection des investisseurs sont faibles sont également caractérisés par des marchés des capitaux peu performants et connaissent une croissance faible et des conditions macro-économiques plus volatiles (La Porta et al. 1997). L'accès au financement externe est par conséquent plus difficile dans ces pays dont les entreprises sont par conséquent davantage motivées à accumuler des liquidités afin de financer des projets rentables.

## 2.2. Le rôle disciplinaire du marché financier

Le marché de contrôle est un mécanisme externe de discipline des dirigeants (Marris, 1964; Manne, 1965; Jensen M. C., 1988) considéré comme le mécanisme de dernier recours pour les actionnaires (Charreaux 1992). Les actionnaires insatisfaits peuvent céder leurs titres; ce qui diminue la valeur des actions de l'entreprise. Cette baisse de la valeur a deux effets incitatifs sur les dirigeants: d'une part, elle affecte directement leur richesse (s'ils détiennent des stock-options ou si leur rémunération est indexée à la valeur boursière de l'entreprise). D'autre part, la baisse de la valeur d'une société accroît la menace d'OPA hostiles pesant sur l'entreprise. En effet, si l'entreprise est mal gérée, sa valeur est sous-évaluée par les marchés financiers et un « raider<sup>50</sup> » peut réaliser des profits en achetant l'entreprise à un prix faible, en procédant à sa réorganisation (incluant le licenciement de l'équipe dirigeante (Caby et Hirigoyen, 2013) et en la revendant à un meilleur prix. Selon la théorie des cash-flows, la prise de contrôle entraîne une création de valeur dans l'entreprise ciblée après l'effondrement de ses mécanismes de contrôle.

Selon Jensen (1986), les prises de contrôle sont non seulement une preuve des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, mais également une solution à ces conflits. En effet, comme le montrent les travaux de Harford (1999) ou de Morck, Shleifer et Vishny (1988), les entreprises détenant d'importants niveaux de free cash-flow ont tendance à opérer des acquisitions détruisant la valeur de l'entreprise. Sur un autre plan, les entreprises possédant

---

<sup>50</sup> Terme anglais utilisé pour désigner les investisseurs spécialistes des OPA hostiles sur des sociétés sous-évaluées dans un but spéculatif.

d'importantes réserves de free cash-flows et de faibles opportunités d'investissement représentent à leur tour une cible idéale d'opa hostiles (Hasbrouck, 1985, Harford 1999, Lee et Pinkowitz 2002).

*“I look at a cash-rich company in America and wonder what’s wrong with its management. What’s wrong with its business? Who is going to take it over? What do the people at this cash cow think they are doing?”*

*”Peter Canelo, U.S. investment strategist at Morgan Stanley. Cité par Lee et Pinkowitz (2002)*

En effet, si une entreprise détient des excès de liquidités, c'est parce que non seulement elle ne dispose pas d'opportunités d'investissements rentables (ce qui est un signe de mauvaise qualité de la direction), mais également parce que les dirigeants refusent de les distribuer aux actionnaires. Cela peut faire réagir les actionnaires activistes qui réclameraient la distribution des liquidités sous la menace d'une OPA hostile. Le cas de Chrysler en 1996 en est une illustration parfaite.

*“On February 8, 1996 Chrysler Corporation's Chairman Robert J. Eaton and investor Kirk Kerkorian agreed to a 5-year standstill agreement, in which Kerkorian would cease attempts to take over Chrysler. An important element of the agreement was a commitment from Chrysler that liquid assets, defined as cash and marketable securities, in excess of a \$7.5 billion target be returned to shareholders in the form of share repurchases or dividends”.Source : Opler et al. (1999)*

En plus de la menace des raiders ou des actionnaires activistes, la détention excessive de liquidités peut également susciter la convoitise d'équipes dirigeantes d'autres entreprises. En effet, le marché financier est considéré par Jensen et Ruback (1983) comme « une arène » où les équipes managériales s'affrontent pour obtenir le droit de gérer les ressources de l'entreprise. Si les dirigeants de l'entreprise ne disposent pas d'opportunités rentables pour investir leurs liquidités, d'autres dirigeants voudront les capter, estimant pouvoir mieux les gérer et mieux les investir. Ainsi, Jensen et Ruback (1983) définissent le contrôle de l'entreprise comme étant les droits de déterminer la gestion de ses ressources, d'embaucher, de licencier et de fixer la rémunération des dirigeants. Lorsqu'une entreprise acquiert une entreprise « cible », les droits de contrôle sont transférés des mains de la direction de la cible

au conseil d'administration de l'acquéreur. Par conséquent, les droits de gérer les ressources (y compris les actifs liquides) de la cible sont captés par l'acquéreur.

Toutefois, le marché de « contrôle des sociétés » constitue, à travers son rôle correctif, une menace qui pèse sur les dirigeants d'entreprises disposant de larges portefeuilles d'actifs liquides. Ces derniers, bien conscients qu'une prise de contrôle est généralement suivie par le remplacement de l'équipe dirigeante, sont pourtant forcés, d'un côté de maximiser les profits (Grossman et Hart 1982) et de l'autre, de distribuer les excès de liquidités (Jensen 1986). Le marché financier constitue par conséquent un bon moyen de surveillance et de contrôle des décisions de détention de liquidités, ce qui bénéficie aux actionnaires.

Cette théorie est néanmoins contestée par de récentes publications, notamment celles de Harford (1999), Pinkowitz (2002) et Faleye (2004) qui soutiennent que le marché de contrôle ne constitue pas un bon mécanisme de résolution des conflits d'agence. Ils avancent même que les excès de liquidités sont au contraire un mécanisme à la disposition des dirigeants pour se protéger d'une éventuelle OPA hostile et cela pour trois raisons principales :

- Les entreprises disposant d'excès de liquidités sont difficiles à évaluer puisqu'elles peuvent rapidement s'en défaire (Pinkowitz 2002),
- Les dirigeants peuvent utiliser les actifs liquides afin de mener des opérations de rachats d'actions qui augmentent d'un côté leur pouvoir de vote (Harris et Raviv 1988 et de l'autre, le coût de l'OPA pour l'acquéreur (Faleye 2004),
- Les excès de liquidités permettent aux entreprises menacées d'OPA hostiles de se défendre par le rachat d'actions, l'acquisition d'un concurrent de l'initiateur de l'OPA (afin d'engager des poursuites anti-trust) ou encore de renverser la situation en acquérant la firme ayant lancé l'OPA (Bagwell 1991, Stulz 1988, Dann & DeAngelo 1988, Faleye 2004).

Les liquidités offrent aux entreprises la possibilité de se doter de mécanismes anti-OPA qui sont, a priori, néfastes pour la valeur actionnariale.

### *La neutralisation du contrôle du marché financier par les dirigeants*

Comme les entreprises disposent d'excès de liquidités par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, elles sont plus susceptibles de devenir une cible

d'OPA hostiles. Afin d'éviter cette menace, les dirigeants de ces entreprises auraient tendance à adopter des mesures anti-OPA afin de favoriser leur enracinement.

L'adoption de mesures anti-OPA par les dirigeants leur permet de s'affranchir de la discipline exercée par les marchés financiers<sup>51</sup>. En effet, lorsque les dirigeants sont opportunistes et prennent des décisions destructrices de valeur pour les actionnaires, les mesures anti-opa les protègent des menaces du marché de contrôle et réduisent la probabilité de leur révocation (Linn & McConnell, 1983; Borokhovich, Brunarski, & Parrino, 1997).

Gompers et al. (2003) ont construit un indice de 24 mesures anti-OPA de droits des actionnaires. Les entreprises dont l'indice est élevé sont celles dont les droits des actionnaires sont les plus faibles et l'indice le moins élevé indique une meilleure protection des actionnaires. Plus récemment, Bebchuck et Cohen (2005) ont construit un indice alternatif comportant uniquement six mesures jugées les plus pertinentes en termes d'impact sur la valeur de l'entreprise. Ces indices sont devenus très populaires et sont fréquemment utilisés pour mesurer l'enracinement des dirigeants et la qualité des systèmes de gouvernance des entreprises. Pour Gompers et al. (2003), comme le marché de contrôle est considéré par la théorie de l'agence comme un mécanisme de gouvernance disciplinaire des dirigeants, ils soutiennent que l'adoption de mesures anti-OPA neutralise ce mécanisme de contrôle et impacte négativement la performance opérationnelle des entreprises.

Si l'on considère que la détention excessive d'actifs liquides profite aux dirigeants et va à l'encontre de la performance de l'entreprise et des intérêts des actionnaires, on devrait logiquement trouver une relation positive entre le nombre de mesures anti-OPA et le niveau de détention de liquidités. Cela dit, les résultats de l'étude de Harford et al. (2008) sur un panel d'entreprises américaines contredisent cette théorie. Selon ces auteurs, il existe une relation négative entre le nombre de mesures anti-opa et le niveau de liquidités. Cela est dû à la manière dont ces entreprises dépensent leurs cash-flows. En effet, si elles investissent moins en R&D, elles dépensent bien plus rapidement leur cash en surinvestissant en dépenses, projets et acquisitions ce qui a pour conséquence d'épuiser les réserves de liquidités. Par

---

<sup>51</sup> Garvey & Hanka (1999) montrent que le recours à l'endettement a baissé après l'introduction d'une législation de défense anti-opa dans certains états américains.

ailleurs, comme le souligne Batteau (2009), les dispositifs anti-OPA sont comparables à la porte blindée dont on équipe son appartement. Si d'un côté, ils rendent l'intrusion difficile, ils envoient d'un autre côté le signal de l'existence d'un contenu de valeur à protéger (notamment les réserves de liquidités).

La relation entre gouvernance d'entreprise et le niveau de détention d'actifs liquides n'est manifestement pas évidente. Qu'en pensent les actionnaires ? Autrement dit, Qu'en est-il de la relation entre gouvernance de l'entreprise et valeur de marché des actifs liquides ?

### *Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la valeur des actifs liquides*

Dans un marché parfait, un dollar détenu serait évalué à un dollar par les actionnaires. Dans la réalité, l'évaluation des liquidités accumulées par le marché dépend de la sévérité des problèmes d'agence et du risque de surinvestissement et d'expropriation par les dirigeants. Dans les entreprises mal gouvernées, le risque d'expropriation des liquidités détenues implique que les actionnaires sanctionnent la détention d'excès de liquidités. Cela dit, cette relation peut être modifiée en fonction de la politique financière de l'entreprise, de ses opportunités de croissance et de son accès au financement externe.

Faulkender et Wang (2006) ont examiné l'impact du changement du niveau d'actifs liquides sur la valeur de l'entreprise. Leurs résultats montrent que la valeur marginale d'un dollar accumulé est égale, en moyenne, à 0,94\$ et que cette valeur dépend de la politique financière adoptée qui détermine l'utilisation de ce dollar. En effet, ils trouvent que la valeur des liquidités baisse significativement si le levier d'endettement diminue. Ils trouvent également que la valeur des actifs liquides est plus élevée pour les entreprises qui ont recours aux opérations de rachats d'actions.

Leur étude montre par ailleurs que la valeur marginale moyenne des actifs liquides est supérieure pour les entreprises qui détiennent peu de liquidités, dont le levier est faible et qui sont contraintes financièrement. En effet, ils trouvent que la valeur marginale des entreprises contraintes est supérieure de 28 à 63 centimes par rapport aux entreprises non contraintes en fonction de la présence d'opportunités d'investissement. Cela signifie que les investisseurs sont conscients de l'existence de frictions du marché et qu'ils récompensent les entreprises qui détiennent des liquidités afin de mener des projets rentables. Cela dit, cette récompense diminue avec le niveau de liquidités détenues, ce qui va dans le sens de la théorie de l'agence, car plus ce montant est élevé plus le risque de coûts d'agence est accru.

Pinkowitz et Williamson (2005) ont également étudié la valeur boursière marginale des actifs liquides. Leurs résultats indiquent que la valeur moyenne d'un dollar détenu s'élève à 0,97\$ et que cette valorisation est positivement corrélée à la disponibilité et la volatilité des opportunités d'investissements ainsi qu'au risque de détresse financière. En revanche, contrairement à Faulkender et Wang (2006) et à leurs propres prédictions de départ, ils ont trouvé que la valeur de marché des actifs liquides des entreprises non contraintes financièrement est plus élevée que celle des entreprises contraintes. Leur conclusion montre donc que la variable opportunités d'investissements est plus importante aux yeux des actionnaires que la variable disponibilité des fonds externes.

Plus récemment, Dittmar et Mahrt-Smith (2007) ont utilisé la méthodologie de Faulkender et Wang (2005) et ont comparé la valeur et l'utilisation des actifs liquides d'entreprises bien gouvernées et d'entreprises mal gouvernées. Leurs résultats montrent clairement que la valeur des actifs liquides et la valeur des excès de liquidités sont déterminées par la qualité du système de gouvernance. La valeur d'un dollar détenu par une entreprise mal gouvernée varie entre \$0,42 et \$0,88, alors que pour une entreprise bien gouvernée ce dollar vaut entre \$1,27 et 1,62\$, soit approximativement le double. Dittmar et Mahrt-Smith (2007) se sont également interrogés sur l'impact de la gouvernance d'entreprise sur l'utilisation des actifs liquides. Ils montrent que les actifs liquides sont « immobilisés » dans les entreprises bien gouvernées ; par contre ils sont rapidement gaspillés dans les entreprises mal gouvernées, ce qui altère leurs performances opérationnelle et financière. En présence d'importants niveaux d'actifs liquides, les dirigeants des entreprises mal gouvernées entreprennent des projets peu rentables et deviennent moins préoccupés par le contrôle des coûts et dépenses et l'amélioration des marges.

### 3. La structure de l'actionnariat

La structure de l'actionnariat est une des plus importantes composantes de la gouvernance d'entreprise. Cette section s'intéresse à trois aspects de la structure de l'actionnariat, à savoir la participation des dirigeants au capital, le degré de concentration de l'actionnariat ainsi que l'existence et l'identité d'un actionnaire majoritaire. Il s'agira d'analyser l'action de ces aspects sur la décision de détention d'actifs liquides.

### 3.1. Impact de l'actionnariat des dirigeants sur le niveau de détention d'actifs liquides

Les liquidités offrent aux dirigeants opportunistes la discrétion nécessaire pour poursuivre leurs propres intérêts aux dépens de ceux des actionnaires. Ils peuvent gaspiller les ressources internes en choisissant des investissements qui détruisent de la valeur actionnariale mais qui satisfont leur propre fonction d'utilité (Jensen, 1986). Est-ce que la participation des dirigeants au capital de l'entreprise modère cette relation négative entre détention d'actifs liquides et valeur de l'entreprise ? Il apparaîtra dans le paragraphe qui suit que la relation n'est pas forcément linéaire.

Avant d'aborder la relation entre l'actionnariat des dirigeants et le niveau de détention d'actifs liquides, deux hypothèses contradictoires de l'impact de l'actionnariat des dirigeants sur la performance de l'entreprise doivent être exposées : l'hypothèse de l'alignement et celle de l'enracinement.

#### *L'hypothèse de l'alignement des intérêts par l'actionnariat des dirigeants*

Les problèmes d'agence naissent de la séparation entre propriété et contrôle puisque les intérêts des dirigeants ne sont pas alignés sur ceux des actionnaires. Ainsi, selon Jensen et Meckling (1976), la relation entre la participation des dirigeants au capital et la performance de l'entreprise est positive et linéaire. Plus les dirigeants détiennent une part importante du capital de l'entreprise, plus leurs intérêts sont alignés sur ceux des actionnaires. Cette convergence des intérêts permet de réduire les coûts d'agence et d'augmenter ainsi la valeur de l'entreprise. En effet, les dirigeants, ayant investi leurs richesses personnelles dans l'entreprise, sont incités à améliorer la performance de l'entreprise et à mieux choisir les projets d'investissements.

Par ailleurs, Leland et Pyle (1977) indiquent que la participation des dirigeants au capital de l'entreprise leur permet de signaler aux actionnaires et aux marchés financiers que la valeur réelle de la société est supérieure à sa valeur marchande. Cette situation peut s'expliquer par l'existence d'une information non divulguée par la direction aux marchés comme par exemple la qualité des opportunités de croissance.

### ***L'hypothèse de l'enracinement***

La théorie de la convergence des intérêts ne fait pas l'unanimité. D'autres auteurs considèrent que la relation est nulle et que la propriété managériale n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise (Demsetz, 1983 et Demsetz et Lehn, 1985) ou encore que la relation n'est pas linéaire. En effet, après un certain niveau de participation, il devient difficile aux actionnaires de contrôler les décisions du dirigeant dans la mesure où celui-ci dispose désormais d'un contrôle direct sur l'entreprise et d'une capacité à résister aux pressions extérieures, situation qui accroît son enracinement (McConnell & Servaes, 1990). La conséquence marginale d'une participation supplémentaire des dirigeants au capital dépend donc de leur niveau actuel de participation.

L'étude de Morck, Shleifer et Vishny (1988) menée sur un échantillon de 378 sociétés parmi les 500 plus grandes entreprises cotées aux Etats-Unis, est la première à montrer que la relation entre la participation du dirigeant et la performance de l'entreprise n'est pas linéaire.

- Lorsque la participation du dirigeant est comprise entre 0 et 5%, la valeur de l'entreprise augmente.
- Quand la participation passe de 5 à 25%, la valeur de l'entreprise diminue.
- Lorsque la participation dépasse 25%, la valeur de l'entreprise augmente à nouveau.

Les auteurs expliquent ces résultats contradictoires par l'enracinement du dirigeant. Dans les niveaux inférieurs et supérieurs, la participation du dirigeant au capital correspond à la réduction des coûts d'agence. Le niveau intermédiaire correspond, quant à lui, au niveau où le bénéfice du comportement opportuniste du dirigeant dépasse le coût de la baisse de la valeur des actions de l'entreprise qu'il détient.

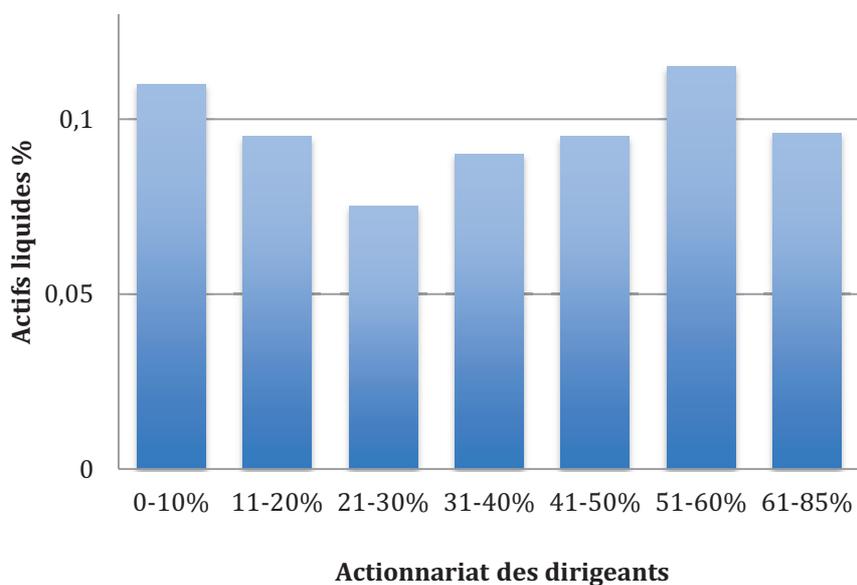
### ***La relation entre actionariat des dirigeants et détention d'actifs liquides***

Du point de vue de la maximisation de la valeur actionnariale, si les excès de liquidités diminuent la valeur de l'entreprise et que la rémunération des dirigeants inclut une forme d'actions ou de stocks options, l'excès de liquidités diminue la richesse des dirigeants. Par conséquent, d'un point de vue théorique, la participation des dirigeants au capital de l'entreprise diminue le risque d'une détention excessive de ressources liquides contraire à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires.

A l'inverse, pour Opler et al. (1998), l'actionnariat des dirigeants augmenterait leur aversion au risque et par conséquent leur préférence pour la liquidité. Les résultats de leur étude indiquent que la relation est positive jusqu'au seuil de 5% de détention du capital à partir duquel la relation s'inverse. Ozkan et Ozkan (2004) ont également étudié la relation entre participation du dirigeant au capital et détention d'actifs liquides des entreprises anglaises. Leurs résultats indiquent que l'actionnariat managérial est un déterminant significatif de la détention d'actifs liquides, mais que la relation est non-monotone.

Avec l'augmentation de la participation du dirigeant au capital de l'entreprise, le niveau de détention d'actifs liquides diminue. Toutefois, l'investissement en actifs liquides atteint son minimum lorsque le niveau de participation se situe entre 21 et 31%. Au-delà, le niveau d'actifs liquides augmente à nouveau ce qui soutient l'hypothèse de l'enracinement du dirigeant après un certain niveau de participation au capital.

**FIGURE 10 : LA RELATION ENTRE LE NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES ET L'ACTIONNARIAT DES DIRIGEANTS EN ANGLETERRE**



Source : Ozkan A. et Ozkan N. (2004)

Les auteurs précisent que la relation dépend également des opportunités d'investissement de l'entreprise. Selon eux, et conformément à la théorie des free cash-flows de Jensen (1986), l'opportunisme des dirigeants devient moins significatif avec l'augmentation des opportunités de croissance de l'entreprise. Chen (2008) arrive à la même conclusion en comparant la

relation entre participation des dirigeants au capital et niveau de détention des actifs liquides des entreprises de la « vieille économie » et des entreprises de la « nouvelle économie »<sup>52</sup>. L'auteur souligne que la relation est significative et négative pour les entreprises de la vieille économie et inexistante pour les entreprises de la « nouvelle économie », car ces dernières disposent d'importantes opportunités d'investissement.

Ainsi, il semble que l'actionnariat des dirigeants peut avoir un effet aussi bien négatif que positif sur le niveau des actifs liquides. En dessous d'un certain seuil de participation des dirigeants, il y a convergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires et le niveau d'actifs liquides diminue ; mais, passé ce seuil, la relation devient positive, la participation contribue à un enracinement ou à une aversion au risque plus importants des dirigeants et la détention de liquidités augmente de nouveau.

### 3.2. La concentration de l'actionnariat

La question du lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises est étudiée depuis plus de quatre-vingt ans, depuis que Berle & Means, (1932) ont traité dans leur ouvrage « The modern corporation and private property » de la séparation entre propriété et contrôle dans les entreprises managériales et de la position de force des dirigeants face aux actionnaires. Selon Grossman et Hart (1988), un actionnaire minoritaire est peu incité à surveiller les actions des dirigeants, car s'il supporte seul les coûts de la surveillance, les bénéfices sont partagés par tous les actionnaires. Il existe donc un risque de comportement de « passagers clandestins » chez les actionnaires minoritaires dans la mesure où chacun essaiera de profiter de l'activisme des autres actionnaires sans fournir d'efforts. La présence d'un actionnaire majoritaire résout ce problème dans la mesure où ce dernier est plus incité à exercer le contrôle (Shleifer & Vishny, 1997) du fait de sa large participation et du risque qu'il supporte.

---

<sup>52</sup> Les entreprises de la nouvelle économie sont des entreprises jeunes, à forte intensité d'innovation et de technologie et qui sont caractérisées par une croissance rapide et une forte volatilité des résultats alors que les entreprises de la vieille économie représentent les entreprises plus anciennes et qui ont moins recours à la technologie (Entreprises des secteurs industriel ou agro-alimentaire par exemple).

Dans ce qui suit, nous allons aborder deux hypothèses contradictoires concernant l'impact de la concentration de l'actionnariat sur la performance de l'entreprise et sur la détention d'actifs liquides. Selon la première, la présence d'un actionnaire majoritaire diminue les coûts d'agence ; alors que pour la seconde, la présence d'un actionnaire de contrôle est source de conflits d'agence.

### *3.2.1. Actionnariat de contrôle et résolution des conflits d'agence*

Une littérature abondante examine le lien entre concentration du capital et performance des entreprises. Si pour certains auteurs la structure de l'actionnariat a une influence neutre sur la performance (Demsetz 1983 par exemple), plusieurs autres chercheurs soutiennent que la concentration du capital permet de résoudre les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires (Shleifer et Vishny 1986, McConnell et Servaes 1990, Zingales 1994, etc.). Les actionnaires disposant d'une large part des actions d'une société bénéficient d'un accès privilégié aux informations de l'entreprise par rapport aux autres actionnaires (Demsetz 1995). La concentration de l'actionnariat est également associée à une plus grande implication et un contrôle plus important des actionnaires sur les dirigeants et par conséquent à une baisse des coûts d'agence de la discrétion managériale.

Ainsi, les décisions financières étant correctement contrôlées, les dirigeants, disposant d'une latitude plus faible et craignant leur éviction, sont tenus de maintenir un niveau de liquidités conforme avec l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale et de renoncer aux investissements destructeurs de la valeur.

### *3.2.2. Actionnariat de contrôle et création des conflits d'agence : la théorie du tunneling*

L'actionnariat des entreprises françaises (comme dans les autres pays de Droit civil) est souvent concentré<sup>53</sup> entre les mains d'un actionnaire majoritaire (souvent une famille) ce qui suppose donc que les entreprises françaises sont correctement contrôlées et que les dirigeants ne peuvent détenir d'excès de liquidités. Dans ce cas, comment expliquer alors la détention excessive observée dans la réalité ?

---

<sup>53</sup> (Pour Shleifer et Vishny 1997, l'actionnariat est concentré lorsqu'une (ou un groupe de personnes) détient (nent) 10% (20 %) du capital.

L'éclairage de la théorie du tunneling de La Porta et al. (1997, 1999, 2000) fournit une réponse à cette question: Les actionnaires majoritaires ont aussi leurs propres intérêts à satisfaire et visent également le « hold up » ou le « tunneling » c'est à dire «le transfert des actifs et des profits de l'entreprise au profit des actionnaires majoritaires (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2000)d'une partie de la rente de la firme à leur bénéfice. La Porta et al. 1997 considèrent qu'il existe un risque de collusion d'intérêts et de rapprochement des fonctions d'utilité des actionnaires majoritaires de celles des dirigeants. Le terme « insider » s'applique désormais non seulement au dirigeant de l'entreprise, mais également à l'actionnaire majoritaire (qui d'ailleurs peut également faire partie de l'équipe dirigeante). Il y a donc un rapprochement et une coopération entre les actionnaires majoritaires et les dirigeants en menant des stratégies qui ne visent pas la maximisation de la valeur actionnariale ou la performance de l'entreprise mais bien la satisfaction de leurs fonctions d'utilité au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires. Ainsi La Porta et al. (2000) mettent en évidence l'existence d'une autre catégorie de conflits d'intérêts à savoir les conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires.

La concentration de l'actionnariat implique dans ce sens une utilisation sous optimale des ressources et une baisse de la performance puisque les actionnaires majoritaires cherchent avec la complicité des dirigeants à exproprier les actionnaires minoritaires par différents moyens : transfert d'actifs de l'entreprise, par vol ou fraude ou encore par une cession d'actif à des prix avantageux, rémunération excessive... Dans ce sens, la rétention de dividendes et l'investissement excessif en actifs liquides sont un moyen de contrôler le maximum de ressources, afin d'en tirer des bénéfices privés du fait de la facilité de détournement de ces actifs (Myers et Rajan 1995).

### 3.3. L'identité de l'actionnaire de contrôle

En plus de la concentration de l'actionnariat, un autre facteur de la structure de l'actionnariat peut influencer le niveau des actifs liquides des entreprises. Il s'agit de l'identité de l'actionnaire majoritaire. Selon Charreaux et Pitol-Belin (1990), il existe trois grandes familles de sociétés cotées en France : les entreprises managériales (actionnariat diffus), les sociétés familiales et les sociétés contrôlées (par une autre firme, le plus souvent, un ou plusieurs groupes financiers).

Dans cette section, nous allons vérifier si ces deux dernières formes de contrôle impliquent une particularité dans leur système de gouvernance et dans leur gestion des actifs liquides.

### *3.3.1. L'impact de l'actionnariat familial sur le niveau de détention d'actifs liquides*

La question des motifs de la détention de liquidités par les entreprises familiales est peu étudiée. Pourtant les entreprises familiales représentent une part importante des entreprises dans le monde et les chercheurs s'accordent à dire que leur gestion ainsi que leur gouvernance présentent des particularités par rapport aux autres types d'entreprises. Alors peut-on parler d'une spécificité des entreprises familiales en matière de détention de trésorerie ? Si oui, quelles sont les particularités managériales et actionnariales des entreprises familiales qui influencent leurs niveaux de détention d'actifs liquides ?

#### *3.3.1.1. Particularités de la gouvernance des entreprises familiales et impacts sur leur performance*

La Porta et al. (1999) ont montré que les familles contrôlent la majorité des entreprises dans le monde. Les entreprises familiales représentent en Europe continentale 53% des entreprises cotées (Barontini & Caprio, 2006) avec un maximum de 75% en Italie et un minimum de 35% aux Pays-Bas. A noter qu'en France, 64,82% des entreprises cotées sont familiales (Faccio & Lang, 2002).

Plusieurs auteurs ont mis en évidence la performance supérieure des entreprises familiales par rapport aux entreprises non familiales (Allouche et Amann 2000 Anderson et Reeb 2003, Villalonga et Amit 2005, Sraeret Thesmar (2007)...). Cette performance supérieure intrigue les chercheurs qui tentent d'en percer le mystère. La spécificité de ces entreprises explique notre investigation qui lui a consacré quelques pages.

Deux types d'explications émergent de la littérature pour expliquer la surperformance des entreprises familiales et la spécificité de leur politique financière (Allouche, Amann et Garaudel, 2007).

- Des explications orthodoxes issues du courant contractualiste: la réduction des coûts d'agence et l'actionnariat patient et impliqué.

- Des explications hétérodoxes issues du courant néo-institutionnaliste : l'homogénéité du système de valeur et l'efficacité organisationnelle renforcée par l'imbrication famille/entreprise.
  - La réduction des coûts d'agence au sein des entreprises familiales

La théorie selon laquelle les entreprises familiales sont moins exposées aux problèmes d'agence découle directement des théories de Jensen et Meckling (1976) et de Fama et Jensen (1983) pour qui la moindre séparation des fonctions de contrôle, de propriété et de direction dans les entreprises familiales permet de réduire considérablement les conflits d'agence.

*« The blurring of the boundary between principal and agent in this type of family contracting would make moral hazard largely inconsequential » Jensen & Meckling (1976)*

Du fait de la proximité entre actionnaires familiaux et dirigeants (proximité physique, réunions familiales, représentation de la famille...) et de l'implication des actionnaires familiaux dans la gestion quotidienne de l'entreprise (La Porta et al. 1999, Schmid, et al. 2010), découle la baisse des trois types de coûts d'agence (coûts de surveillance des actionnaires, coûts de dédouanement des dirigeants et la perte résiduelle due à la divergence des intérêts). Ainsi, c'est cette économie de coûts d'agence qui explique la performance supérieure des entreprises familiales. (Allouche, Amann, & Garaudel, 2007). Les entreprises familiales sont considérées comme « les formes d'organisations les plus efficaces » (Dalton & Daily, 1992) et servent de base 0 pour mesurer les coûts d'agence (Ang, Cole, & Lin, 2000).

De plus, les actionnaires familiaux peuvent agir directement sur la gouvernance de l'entreprise en plaçant des membres de la famille au sein du conseil d'administration (Anderson, Mansi, and Reeb, 2003) voire même au siège du dirigeant de l'entreprise.

- [L'imbrication famille-entreprise comme mécanisme de gouvernance des entreprises familiales](#)

Une autre explication de la performance supérieure des entreprises familiales proposée par la littérature concerne l'imbrication famille/entreprise et la relation de confiance et l'altruisme (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003) symétrique qui règnent entre les membres de la famille (Chami, 2001), entre la direction et les salariés, entre la famille et l'entreprise et enfin entre

l'entreprise et l'environnement (Allouche & Amann, 1999). Ce climat de confiance diminue les conflits d'intérêts en jouant le rôle de « ciment social » dans l'entreprise. En effet, au sein des entreprises familiales, les relations ne sont pas basées uniquement sur une pure rationalité économique. Les dirigeants familiaux sont émotionnellement liés entre eux et à la famille et les valeurs ainsi que la culture de la famille influencent leurs décisions (Bertrand & Schoar, 2006).

Alors que la notion de contrôle est basée sur une relation de défiance, de conflits d'intérêts, d'asymétrie d'information, de pouvoir et de domination, la notion de confiance repose quant à elle sur le partage d'un système de valeurs morales et de normes permettant la coopération et la collaboration dans un environnement incertain (Reed, 2001). En effet, la confiance encourage un comportement coopératif entre actionnaires et dirigeants en les incitant à investir dans la relation du capital humain ou financier supérieur (Bonnet, 2005).

Ces arguments fournissent donc une explication à la meilleure performance des entreprises familiales notamment en matière de gestion de ressources humaines comme présenté par Allouche et Amann (1995) : fidélisation des salariés, rémunération maîtrisée des dirigeants, politique de valorisation des compétences très active ...

Il convient de noter toutefois que certaines autres études arrivent à la conclusion inverse : les entreprises familiales sont moins performantes (Cronqvist & Nilsson, 2003; Barth, Gulbrandsen & Schone, 2005 et Miller, Le Breton-Miller, Lester & Cannella, 2007).

A cause du risque moral, de la sélection adverse et de l'opportunisme des individus, l'altruisme peut être considéré comme une source de conflits d'agence. En effet, un autre pan de la littérature considère, au contraire, que les liens familiaux représentent une source de coûts d'agence à cause de l'altruisme et de la générosité excessifs des parents envers les autres membres de la famille, en particulier envers leurs enfants. Si les actionnaires ou les dirigeants familiaux sont à la tête de l'entreprise, ils sont également des parents. En tant que tel, ils peuvent abuser de leur pouvoir et placer leurs enfants dans des positions dans l'entreprise alors qu'ils ne disposent pas des qualifications nécessaires. L'efficacité du marché du travail comme mécanisme de gouvernance est limitée par la propriété familiale. Il y a donc un risque de sélection adverse car si la position du dirigeant fondateur de l'entreprise est liée à ses bonnes performances, la position de ses descendants pourrait s'expliquer uniquement par leurs liens familiaux. Cette situation peut pousser les enfants à adopter un comportement de

passager clandestin et à gaspiller les ressources de l'entreprise (Hirigoyen, 2008). Par ailleurs, l'altruisme empêche le dirigeant familial de contrôler efficacement les autres membres de la famille dirigeante (Schulze et al. 2001).

### *3.3.1.2. Explications de la détention d'actifs liquides par les entreprises familiales*

Les études ont montré que la gouvernance d'entreprise agit sur le niveau des actifs liquides. En raison de leur meilleure gouvernance, les entreprises familiales détiendraient-elles moins de liquidités ?

Nous allons voir que la relation n'est pas aussi simple. En effet, si Liu (2011) et Paskelian, Bell, & Nguy (2010) indiquent que les entreprises familiales américaines et indiennes ont tendance à détenir moins de liquidités que les entreprises non familiales, Ozkan et Ozkan (2004) trouvent au contraire que les entreprises familiales anglaises détiennent plus de liquidités. Il en est de même pour Anderson & Hamadi (2009), Kuan, Li & Chu (2011) ou Kusnadi (2011) qui observent le même phénomène respectivement en Belgique, Taiwan et Singapour.

Trois arguments peuvent être avancés pour expliquer la détention de liquidités par les entreprises familiales : Cela peut s'expliquer, d'une part, par les préférences des actionnaires familiaux et des particularités des politiques financières des entreprises familiales : l'aversion au risque et à l'endettement et par la préférence pour l'autofinancement des actionnaires familiaux et d'autre part, par leur faible distribution de dividendes menant à une plus importante rétention de liquidités.

#### - L'aversion au risque des actionnaires familiaux

Les actionnaires familiaux (en particulier les fondateurs) sont averses au risque car leur portefeuille est peu diversifié (Shleifer & Vishny, 1986; DeAngelo & DeAngelo, 2000). Ils détiennent en effet une part importante de leur richesse sous forme de participation dans la société<sup>54</sup>. Ils ont donc tout intérêt à accroître leur « monitoring » aussi bien en termes

---

<sup>54</sup> Selon Anderson et Reeb (2003b), 69% de la richesse des actionnaires familiaux des entreprises du S&P500 est investie dans leurs entreprises.

d'activisme et d'acquisition de l'information qu'en termes d'intervention dans la vie de l'entreprise. Par ailleurs, lorsque le bloc de contrôle détient une part très significative du capital d'une société, peu d'actions sont détenues par le public et par conséquent le marché des actions de l'entreprise est moins liquide sur ces actions rendant les options de sorties plus compliquées pour les actionnaires familiaux<sup>55</sup>.

L'aversion au risque des entreprises familiales découle également de leur volonté de préserver la réputation de la famille qu'ils considèrent liée à la survie et au succès de l'entreprise familiale. De ce fait, la gestion des entreprises familiales est considérée comme conservatrice, aversive au risque, voire même irrationnelle (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Ce comportement, décrit par Dunn (1995) comme « le conservatisme stratégique » des entreprises familiales, consiste notamment à réduire le besoin pour le financement externe et à adopter une stratégie de « croissance contrôlée » (Hirigoyen 1985), stratégie devant assurer la croissance tout en préservant la pérennité du contrôle familial. Ces particularités augmentent le besoin de détention de liquidités tout en diminuant le risque de surinvestissement.

Cette théorie du financement des entreprises appartient au courant comportemental de la finance. Les choix du mode de financement ne s'effectuent pas uniquement par l'arbitrage entre les avantages et les coûts d'une source de financement, mais également en fonction de l'attitude des actionnaires et des dirigeants et de la familiarité avec d'autres formes de financement (Zellweger 2006).

- Le risque de perte de contrôle et l'aversion à la dette

Une récente enquête menée par Barclays Wealth (2009) sur 2300 entreprises familiales dans le monde montre que les actionnaires et dirigeants familiaux ne sont pas principalement motivés par le gain financier. L'indépendance financière est l'un des principaux objectifs poursuivis par les entreprises familiales. La sécurité et l'indépendance sont plus importantes que la croissance ou la valeur de l'entreprise (Ward, 1997).

---

<sup>55</sup> Les options de sorties peuvent aussi être limitées par des clauses contractuelles (voir Schiller 2011)

Les actionnaires familiaux portent un regard sur l'entreprise différent de celui porté par les autres actionnaires. Ils ne la considèrent pas seulement comme une source de cash-flows futurs mais surtout comme un patrimoine à valoriser, pérenniser et à transmettre aux générations futures (Chami, 2001). Cette volonté de transmission de l'entreprise affecte les choix financiers notamment en matière de structure du capital, car face au risque de perte de contrôle, les actionnaires familiaux ont une préférence pour l'autofinancement. Ils évitent le recours aux augmentations du capital qui sont suivies par la dilution des droits de vote de la famille comme ils préfèrent éviter l'examen approfondi des analystes financiers et l'activisme des hedge funds. Par ailleurs, l'objectif de conserver le contrôle dans le « giron familial » implique une stratégie financière prudente (Hirigoyen 1984) à travers une aversion à la dette et une rétention des liquidités. La théorie du financement hiérarchique semble donc s'appliquer parfaitement aux entreprises familiales.

L'aversion à l'endettement découle du désir d'éviter l'ingérence de tiers dans la gestion de la société (Basly, 2007) du fait de la surveillance des créanciers et de la crainte de la perte du contrôle de l'entreprise et par conséquent de la rente (Mishra & McConaughy, 1999) puisque la détresse financière est fréquemment associée à un changement forcé du contrôle<sup>56</sup>. Comme le risque de détresse financière augmente avec le niveau du levier d'endettement, les dirigeants familiaux qui investissent leur richesse et leur capital humain dans l'entreprise sont incités à la prudence et sont réticents vis-à-vis de l'endettement. Cette aversion au risque a un impact négatif sur le potentiel de croissance de l'entreprise et augmente son risque de sous-investissement.

Dans ce sens, les entreprises préfèrent soit émettre des actions sans droit de vote (DeAngelo & DeAngelo, 1985) soit autofinancer leurs projets (Gallo & Vilaseca, 1996). Les entreprises familiales devraient être moins endettées et une relation négative entre actifs liquides et dette devrait exister pour celles caractérisées par leur aversion au risque de contrôle.

Plusieurs études empiriques (Agrawal & Nagarajan, 1990; Allouche & Amann, 1995; Gallo & Vilaseca, 1996; Anderson & Reeb, 2003; Zellweger & Fueglistaller, 2005; Ampenberger et

---

<sup>56</sup> Les travaux de Gilson (1989) indiquent que la détresse financière engendre le changement de l'équipe dirigeante et le remplacement de plus de la moitié des membres du conseil d'administration.

al., 2009) montrent que les entreprises familiales s'endettent moins que les entreprises non familiales. González et al. (2012) arrivent à la même conclusion moyennant des nuances. En effet, les auteurs indiquent que l'influence de l'implication familiale sur les décisions financières de l'entreprise ne peut être analysée qu'en distinguant trois dimensions empruntées à Villalonga et Amit (2006): la propriété, le contrôle et le management. Les auteurs soutiennent notamment que l'implication de la famille dans la gestion de l'entreprise a deux effets contraires sur l'endettement en fonction de la variable générationnelle. Ils montrent que le contrôle familial a un impact négatif sur l'endettement tant que le dirigeant fondateur fait partie de l'équipe dirigeante de l'entreprise (à cause de ses propres préférences: son aversion au risque notamment) et que cette relation devient positive après la transmission de l'entreprise aux générations suivantes. Par contre, lorsque le contrôle familial s'exerce uniquement par les droits de propriété, les actionnaires familiaux apprécient la dimension disciplinaire de l'endettement afin de protéger leurs intérêts face au risque d'opportunisme du dirigeant non familial. Cela dit, si la famille participe à la gouvernance de l'entreprise (par le siège d'un membre de la famille au conseil d'administration par exemple), le niveau d'endettement diminue. Cela suggère donc l'existence d'un effet de substitution entre le contrôle des créanciers et le contrôle familial.

- La faible sensibilité des investissements aux cash-flows des entreprises familiales

Comme décrit plus haut, les distorsions affectant l'investissement des entreprises et le besoin pour les actifs liquides proviennent soit des problèmes de conflits d'agence du free cash-flow soit des contraintes financières. Alors, est-ce que la structure de propriété et plus particulièrement l'actionnariat familial affectent cette relation entre investissement et fonds internes ?

Théoriquement, l'implication et le contrôle de la famille devraient modérer aussi bien les problèmes de conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants du fait du contrôle familial exercé sur la direction de l'entreprise que les problèmes d'asymétrie de l'information et de conflits d'agence avec les créanciers pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la propriété familiale envoie un signal positif aux créanciers, ce qui réduit les contraintes de financement de l'entreprise. Les conflits d'intérêts entre actionnaires familiaux et créanciers devraient être moins sévères (Jensen & Meckling, 1976) car les créanciers savent que les actionnaires familiaux privilégient la pérennité de l'entreprise et la réputation de la firme ainsi que celle de

la famille et que par conséquent les entreprises familiales évitent les actions risquées pouvant nuire à leur survie. Selon Anderson, Mansi, & Reeb, 2003, les créanciers considèrent même que les entreprises familiales représentent la structure organisationnelle qui protège le mieux leurs intérêts. Par ailleurs, en raison de l'horizon d'investissement à plus long terme des actionnaires familiaux, ces derniers développent des relations de long terme avec les banques et institutions financières ce qui va dans le sens de la réduction de l'asymétrie de l'information et du développement d'une relation de coopération avec ces dernières<sup>57</sup>. De plus, la durée de la relation agit négativement sur le coût du financement et l'importance des garanties exigées par les banques (Berger & Udell, 1995). Par ailleurs, la réduction de l'asymétrie d'information entre les entreprises familiales et les créanciers s'explique également par la meilleure qualité de l'information financière produite par les entreprises familiales (Wang, 2006; Ali, Chen, & Radhakrishnan, 2007). Enfin, il y a souvent confusion entre le patrimoine de la famille et le patrimoine de l'entreprise (Hirigoyen 1984, Ang, Lin, & Tyler, 1995). La richesse de la famille peut jouer le rôle de collatéral aux yeux des créanciers, ce qui réduit leur appréciation du risque du financement des entreprises familiales.

Ces arguments confortent ainsi l'hypothèse de la réduction des contraintes de financement des entreprises familiales. Le financement externe étant plus accessible et moins coûteux, le risque de sous-investissement serait par conséquent plus faible. Il existe néanmoins des arguments qui confortent l'hypothèse inverse. En effet, d'autres auteurs avancent que la propriété familiale aggrave au contraire les coûts d'agence de l'endettement et par conséquent le coût de l'endettement. Pour Pindado, Requejoa et De la Torrea (2011), si la propriété familiale permet de diminuer les coûts d'agence du free cash-flow, elle ne diminue pas les conflits d'intérêts avec les créanciers. En plus des problèmes causés par l'altruisme, les dirigeants propriétaire familiaux sont épargnés du contrôle des marchés ; ce qui pose le problème du « contrôle de soi » (*self control*). Ils peuvent en profiter pour satisfaire leurs propres intérêts et ceux de la famille au détriment des autres parties prenantes et notamment des créanciers.

Le problème du self control peut également mener aux « conflits d'agence avec soi-même » qui conduisent les dirigeants propriétaires à prendre des décisions qui leurs sont tout aussi

---

<sup>57</sup>Anderson, Mansi, & Reeb (2003) parlent même du développement avec le temps de relations personnelles entre les créanciers et les dirigeants des entreprises familiales.

préjudiciables qu'aux autres parties prenantes (Jensen M. , 1994). Lubatkin et al.(2005) donnent l'exemple d'un dirigeant âgé qui décide de ne pas investir dans une nouvelle technologie la jugeant trop risquée ou impliquant pour lui-même des coûts d'apprentissage trop élevés. Cette aversion excessive au risque altère la capacité d'adaptation des dirigeants propriétaires, ce qui risque de nuire à la compétitivité de l'entreprise et de lui faire perdre des parts de marchés. Ce risque concerne non seulement le propriétaire mais également les autres parties prenantes, notamment les créanciers qui exigent par conséquent un taux d'intérêt plus élevé ou des garanties plus importantes (Steijvers, Voordeckers, & Vanhoof, 2008).

En revanche, si la propriété est séparée de la direction par le choix d'une direction professionnelle non familiale, moins conservatrice et n'ayant donc pas de liens affectifs avec la famille, un signal positif transmis aux créanciers peut réduire l'aversion excessive au risque, le risque moral et le risque de sélection adverse et de népotisme liés à l'altruisme.

- La faible distribution de dividendes des entreprises familiales

Tout comme l'endettement, si la politique de dividendes est considérée par la théorie de l'agence comme un mécanisme indirect de gouvernance et que les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants sont faibles dans les entreprises familiales, faut-il conclure à une faible distribution de dividendes et à une plus grande rétention de liquidités dans les entreprises familiales ? Existe-t-il un effet de substitution entre la discipline de l'actionnariat familial et la discipline de la distribution de dividendes?

Les travaux d'Hirigoyen (1984) vont dans ce sens puisqu'ils montrent que les entreprises moyennes familiales françaises ne distribuent quasiment pas de dividendes à leurs actionnaires. Plus récemment, Calvi-Reveyron (2000) et Charlier et DuBoys (2009) montrent également que les entreprises familiales françaises sont moins généreuses que les autres catégories d'entreprises<sup>58</sup>. Cette faible distribution de dividendes peut être expliquée par l'aversion au risque des actionnaires familiaux dans la mesure où la distribution de dividendes augmente le risque financier de l'entreprise (Easterbrook, 1984) ; mais l'explication principalement retenue dans la littérature est bien l'alignement des fonctions d'utilité des

---

<sup>58</sup> Il est à signaler cependant qu'en France, en raison de l'Impôt Sur la Fortune, certaines entreprises familiales sont au contraire incitées à distribuer davantage de dividendes (Hirigoyen, 2006).

dirigeants et des actionnaires familiaux (pour les raisons abordées dans le paragraphe précédent).

En revanche, l'actionnariat familial devient couteux si sa concentration devient trop importante car arrivés à un certain niveau de contrôle du cash-flow les actionnaires familiaux préféreront tirer des bénéfices privés de l'entreprise. Dans son étude du comportement des moyennes entreprises familiales, Hirigoyen (1984) montre que les politiques de dividendes sont exceptionnelles et relèvent presque de l'« anormalité ». Par contre, les salaires des dirigeants familiaux sont nettement plus élevés que ceux des dirigeants d'entreprises non familiales. Ainsi, Hirigoyen (1984) préfère parler de « politiques de prélèvements » plutôt que de politiques de dividendes. Ce comportement est motivé à la fois par un gain fiscal (par le gonflement des charges déductibles) et par un gain de revenu pour le dirigeant et sa famille.

Si la propriété familiale réduit les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, elle peut être considérée comme créatrice d'autres types de conflits d'intérêts dans la mesure où les actionnaires majoritaires familiaux peuvent être tentés de favoriser la famille au détriment des autres parties prenantes. Ainsi, les actionnaires familiaux augmentent le risque de tunneling dont la sévérité dépendra de l'activisme des actionnaires minoritaires et de l'efficacité des autres mécanismes de gouvernance (essentiellement le contrôle du conseil d'administration).

Demsetz et Lehn (1985) vont jusqu'à avancer que le pouvoir des actionnaires familiaux les mène à une expropriation systématique de la rente de l'entreprise. Les auteurs montrent par des études de cas que les actionnaires familiaux influencent les décisions financières afin de tirer des avantages non pécuniaires de l'entreprise. Cela suggère donc que les entreprises familiales sont celles qui sont le plus propices au risque d'expropriation des ressources financières (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002).

Ainsi, Charlier et DuBoys (2009) considèrent que la politique de distribution de l'entreprise familiale dépend de son mode de gouvernance qui, lui-même, dépend de la combinaison du contrôle et de la direction comme présenté dans le tableau ci-dessous inspiré de la matrice propriété-management de Neubauer et Lank (1998), p.7.

Conflits Type I : actionnaires /dirigeants

Conflits Type II actionnaires familiaux /minoritaires

	Dirigeant familial		Dirigeant extérieur	
Contrôle familial majoritaire	A	Conflit I faible Conflit II fort Gouvernance entrepreneuriale	B	Conflit I faible Conflit II fort Gouvernance familiale disciplinaire
Contrôle familial minoritaire	C	Conflit I faible Conflit II faible Gouvernance familiale managériale	D	Conflit I fort Conflit II faible Gouvernance disciplinaire semi- faible
Pas d'actionnariat familial	E	Gouvernance non familiale		

Source : Charlier & Duboys(2009)

Dans la situation (C) où les deux types de conflits sont faibles, la *gouvernance familiale managériale* constitue le mode de gouvernance qui réduit le plus le risque d'enracinement « illégitime » des dirigeants et qui mène à la meilleure performance de l'entreprise (Charlier & Lambert, 2009) ; c'est par ailleurs le mode de gouvernance le plus substituable avec la gouvernance par la distribution de liquidités.

Dans la situation (B), la *gouvernance familiale disciplinaire* peut avoir un effet pervers sur la distribution de dividendes et la performance, car si elle permet de discipliner efficacement le dirigeant extérieur, elle risque de favoriser une entente entre ce dernier et les actionnaires familiaux pour extraire des bénéfices privés de l'entreprise en évitant la distribution de dividendes. Dans ce cas, la politique de distribution dépendra de l'activisme des actionnaires non familiaux et de l'efficacité du conseil d'administration.

Dans la situation (A), le risque d'enracinement des dirigeants est faible, mais le risque de tunneling est fort. Théoriquement, la distribution de dividendes devrait être plus faible, mais les résultats de Charlier et DuBoys (2009) indiquent, au contraire, que la distribution dans ce type d'entreprises est plus importante que dans les entreprises de type (B). Les auteurs en déduisent que les conflits de type I ont un impact sur les distributions plus important que celui des conflits de type II.

Enfin, dans la situation (D), les actionnaires familiaux exercent un contrôle minoritaire et ne peuvent contrôler efficacement les dirigeants extérieurs. Dans ce cas, ils exigeront une distribution de dividendes comme mécanisme de gouvernance. La gouvernance disciplinaire semi-faible est donc la plus complémentaire avec la gouvernance par les distributions de liquidités. C'est le type d'entreprises familiales qui distribue le plus de liquidités (bien que le niveau de distribution reste inférieur à celui des entreprises non familiales (E)).

Ainsi, il semble que le niveau de distribution est toujours plus faible dans les entreprises familiales et qu'il dépend de la structure de propriété et de la sévérité des deux formes de conflits d'intérêts. Conformément à la théorie des free cash-flow de Jensen (1986), plus les conflits d'intérêts sont élevés plus les actionnaires exigent la distribution de dividendes.

Il convient toutefois de noter que ce point de vue ne fait pas l'unanimité des chercheurs. Pindado, Requejo, et De la Torre(2009) montrent notamment que les entreprises familiales de la zone Euro distribuent plus de dividendes (en particulier celles dont le risque de free cash-flow est important) ce qui confirme selon ces auteurs que les dividendes sont bien le reflet d'une bonne gouvernance d'entreprises familiales et que les actionnaires familiaux cherchent à éviter les conflits avec les autres actionnaires. Dans cette optique, la bonne gouvernance des entreprises familiales devrait encourager les investisseurs à choisir des entreprises familiales du fait de l'assurance d'une politique de dividendes régulière et stable. Par ailleurs, La présence d'un second bloc de contrôle non familial pousse l'entreprise à une distribution encore plus élevée de liquidités. Par contre, si le second bloc de contrôle est également familial, la distribution des dividendes diminue à cause du risque de collusion en vue d'augmenter les liquidités discrétionnaires.

Setia-Atmaja (2010) et Schmid et al. (2010) montrent également que les entreprises familiales australiennes et allemandes ont un « goût prononcé » pour les dividendes en comparaison avec les entreprises non familiales suggérant ainsi que les entreprises familiales ne cherchent pas à exproprier les actionnaires minoritaires. En fait pour Schmid et al. (2010), la politique de dividendes est essentiellement déterminée par un autre type de conflits d'intérêts : les conflits au sein même de la famille (entre membres de la famille et entre générations). Ils étudient en particulier la relation entre le dirigeant fondateur de l'entreprise et les autres actionnaires familiaux. Leurs résultats montrent que les entreprises contrôlées par d'autres membres de la famille que le dirigeant fondateur distribuent plus de dividendes que les entreprises contrôlées uniquement par le dirigeant fondateur. Cela implique donc que les

membres de la famille peuvent être en désaccord à propos de la gestion des excès de liquidités.

Il est important de noter que les entreprises familiales ne peuvent être analysées en tant que groupe homogène. De multiples paramètres comme l'activisme des actionnaires minoritaires, le rôle du conseil d'administration, la présence d'un bloc de contrôle non familial, l'implication de la famille dans la direction de l'entreprise ou encore la variable générationnelle modèrent la relation entre le contrôle familial, la gouvernance d'entreprise et les décisions financières des entreprises et notamment le niveau de détention d'actifs liquides.

### *3.3.2. L'actionnariat financier ou institutionnel*

Les investisseurs institutionnels sont tous les investisseurs non individuels tels que les organismes de placement collectifs, les fonds de pensions, les institutions financières, les compagnies d'assurance (Caby et Hirigoyen, 2013).

Plusieurs études ont analysé l'impact de l'actionnariat institutionnel sur plusieurs aspects de la politique financière des entreprises, comme la politique des dividendes, la rémunération des dirigeants, l'innovation, la structure du capital, le coût de la dette, la performance ... Brown, Chen, & Shekhar (2012) ont étudié l'impact de l'actionnariat institutionnel sur la tendance des entreprises à accumuler des liquidités. Ils prennent en considération l'hétérogénéité des actionnaires institutionnels qu'ils classent en deux catégories en fonction de leurs horizons et stratégies d'investissement. Ainsi, ils divisent les actionnaires institutionnels en deux groupes : un groupe d'institutionnels ayant une logique de portefeuille et dont l'objectif est la réalisation d'un profit à court terme (type I) et un groupe d'institutionnels investissant à plus long terme (type II). Les auteurs présentent ainsi deux théories concernant le lien entre actionnariat institutionnel et détention d'actifs liquides en fonction de leurs stratégies d'investissement.

Selon la première théorie, les investisseurs institutionnels dont le but est la rentabilité à court terme et qui adoptent une stratégie agressive d'investissement à court terme exercent une pression sur l'action de l'entreprise; cela ne va pas sans causer une volatilité de son cours et une plus grande difficulté d'accès au financement externe. Cette situation augmente les besoins de transaction et de précaution des entreprises et partant leur besoins en liquidités. Le lien entre actionnariat institutionnel et détention d'actifs liquides serait par conséquent positif.

Par ailleurs, plusieurs auteurs (Stapledon, 1996; Faccio & Lasfer, 2000; Goergen, Renneboog, & Zhang, 2008) reprochent aux investisseurs institutionnels de court terme leur passivité en matière de contrôle et de surveillance des décisions financières des entreprises. Les portefeuilles des actionnaires institutionnels de court terme (type I) sont constitués de nombreuses participations dans différentes compagnies et connaissent, de plus, une rotation rapide de leurs placements. Ces actionnaires institutionnels sont par conséquent moins incités à surveiller activement les dirigeants. Dans ce sens, ces investisseurs institutionnels ne se préoccupent pas d'une détention excessive de liquidités et ne prennent aucune mesure pour y remédier. En cas de désaccord avec la direction, ils ne s'impliquent pas dans la gouvernance d'entreprise et préfèrent liquider leurs participations plutôt que d'engager des coûts de contrôle élevés (Monaco & Finet, 2011).

La deuxième théorie concerne, quant à elle, la deuxième catégorie d'actionnaires institutionnels (type II). En vertu de leur horizon d'investissement à long terme, de leur importante participation au capital des entreprises et de leur expertise en matière d'évaluation des entreprises, leurs coûts du monitoring sont plus faibles et les bénéfices dégagés du contrôle plus importants. Ils sont donc plus à même de contrôler et d'orienter les actions des dirigeants.

En ce qui concerne la relation entre actionnariat institutionnel de long terme et détention d'actifs liquides, deux scénarios sont envisageables:

- L'activisme des institutionnels de long terme leur permet de forcer les dirigeants à distribuer les excès de liquidités (en particulier lorsque les opportunités de croissance sont faibles). Il devrait alors exister un lien négatif entre actionnariat institutionnel et niveau de détention d'actifs liquides.
- L'activisme des institutionnels de long terme diminue les coûts d'agence de détention d'actifs liquides en empêchant leur gaspillage rapide. Par conséquent, un lien positif devrait exister entre actionnariat institutionnel et les liquidités. Les résultats de l'étude de Harford, Kecskes et Mansi (2012) confirment cette deuxième hypothèse. Ils indiquent, en effet, que l'horizon d'investissement des actionnaires institutionnels est un bon indicateur de la qualité de la gouvernance interne. Plus l'horizon d'investissement est élevé, plus le niveau d'actifs liquides augmente alors que le sous-investissement diminue.

### *Le cas particulier des banques*

Parmi les investisseurs institutionnels, les banques représentent un cas particulièrement intéressant à la compréhension de l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la décision d'investissement en actifs liquides. Lorsqu'une banque participe au capital d'une entreprise, les contraintes de financement de cette dernière baissent (Hoshi, Kashyap, & Scharfstein, 1991). C'est notamment le cas des entreprises japonaises qui font partie de *Keiretsus* (des groupes d'entreprises liées entre elles par une banque qui les contrôle et qui les finance à court terme). Dans ces entreprises, la détention d'actifs liquides est faible car une banque les contrôle « de près » et les finance ; ce qui diminue leur motif de précaution.

Pinkowitz et Williamson (1998) ont étudié la relation entre le pouvoir des banques et la détention d'actifs liquides aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon. Leurs résultats indiquent que, contrairement à leur hypothèse de départ, la détention d'actifs liquides est plus importante au Japon que dans les deux autres pays. Ils concluent qu'un système de gouvernance basé sur le contrôle d'une banque n'est pas efficace (à moins qu'une autre forme de contrôle existe comme par exemple la présence d'un autre actionnaire de contrôle non-bancaire) car les banques de contrôle profitent de leur position pour extraire des rentes des entreprises. Plus la banque est puissante, plus l'entreprise est endettée, tout en détenant d'importantes réserves de liquidités, ce qui permet à la banque d'extraire la rente de la dette tout en minimisant le risque de l'entreprise.

#### 4. Le contrôle du conseil d'administration

Le conseil d'administration (CA) est l'organe interne de résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants (Fama & Jensen, 1983). Il a pour rôle de représenter les intérêts des actionnaires, de surveiller les décisions de l'équipe dirigeante et de fournir expertise et conseils à la direction. Le conseil d'administration est également un mécanisme disciplinaire soit par le biais du système de rémunération des dirigeants soit par la menace de leur licenciement (Charreaux, 2000).

*« Le travail du conseil d'administration est d'embaucher, de licencier et de rémunérer les D.G. et de fournir un « conseil » de haut niveau».*

*(Jensen M. , 1993, p. 862)*

Le CA constitue donc un mécanisme important de gouvernance d'entreprise dont l'impact sur la création de la valeur n'est pas négligeable. Il faut noter cependant que son efficacité dépend de ses caractéristiques (Fama 1980) à savoir sa composition, sa taille et la séparation des fonctions de président et de directeur général.

**La composition du conseil d'administration:** Selon le rapport Bouton (2002), la première qualité du CA se trouve dans sa composition. Il est nécessaire que les administrateurs, soient impliqués, compétents (compétence financière ou comptable) et indépendants<sup>59</sup> pour assurer leurs fonctions (Le rapport Bouton (2002) recommande que le conseil soit constitué de 50% d'administrateurs indépendants). En effet, bien que la présence d'administrateurs internes soit nécessaire (du fait de leur connaissance de la firme (Weisbach, 1988), l'intégration d'administrateurs indépendants au sein du conseil augmente la qualité du contrôle dans l'intérêt des actionnaires en apportant un regard critique et impartial sur la qualité de la direction (Charreaux 1997). Enfin, les administrateurs externes sont incités à contrôler efficacement la direction dans la mesure où ils engagent leur réputation d'experts indépendants sur le marché des administrateurs (Fama 1980).

**La taille du conseil d'administration**<sup>60</sup> : Deux théories s'opposent au sujet du lien entre la taille du conseil et l'efficacité de son contrôle. Selon la première, une taille importante du conseil permet d'augmenter la capacité de contrôle du conseil, d'améliorer les relations de l'entreprise avec son environnement et d'absorber l'incertitude grâce aux informations et à l'expertise apportées par les nombreux administrateurs (Pfeffer 1972). Par contre, selon la théorie de l'agence, une taille élevée du conseil favorise la domination du dirigeant sur le conseil car des divisions et des conflits sont plus susceptibles de naître entre les administrateurs et d'entraver le bon fonctionnement du conseil (Jensen, 1993).

**La dissociation des fonctions de président et de directeur général:** Selon la théorie de l'agence, la dualité des fonctions de président et de directeur général favorise l'enracinement

---

<sup>59</sup> Selon le rapport (Bouton 2002), « Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ».

<sup>60</sup> La Loi prévoit que la taille du conseil d'administration des sociétés anonymes varie entre 3 et 18 administrateurs (Article L225-17 du Code de Commerce). Les entreprises choisissent donc librement le nombre de leurs administrateurs à l'intérieur de cette fourchette.

des dirigeants. Il est nécessaire de séparer les fonctions de contrôle et de décision afin d'éviter la domination des dirigeants sur le conseil (Jensen, 1993) dans la mesure où ils peuvent influencer la nomination et la durée des mandats des administrateurs lorsqu'ils cumulent les deux fonctions. Il y a donc un risque de cooptation de membres affiliés voire « inféodés » par les dirigeants (Godard & Schatt, 2000). Les dirigeants peuvent alors défendre plus facilement leurs projets et agir contre les intérêts des actionnaires.

L'efficacité du conseil d'administration joue un rôle théorique déterminant sur la décision de détention d'actifs liquides. Deux théories s'affrontent: En effet, si un CA efficace réduit l'asymétrie d'information entre l'entreprise et son environnement, les dirigeants peuvent lever plus facilement des fonds externes ce qui réduit le besoin d'accumulation des liquidités (Ozkan & Ozkan, 2004). A l'inverse, on peut considérer que si un CA efficace est un gage de bonne gouvernance d'entreprise et de contrôle effectif des décisions d'investissement des dirigeants, les actionnaires sont moins préoccupés par le risque de surinvestissement et de gaspillage et peuvent autoriser les dirigeants à détenir des niveaux élevés de liquidités (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999).

Nous venons de voir dans quelles conditions s'opère l'impact de la gouvernance d'entreprise sur le niveau, l'utilisation et la valeur des actifs liquides. Pour clore ce chapitre, passons maintenant à la critique de la théorie du free cash-flow.

Il s'agira d'étudier le comportement des dirigeants. Restent-ils passifs devant les contraintes de gouvernance imposés par les actionnaires ? Ou au contraire, cherchent-ils à s'enraciner et à élargir leur espace discrétionnaire grâce à l'accumulation d'actifs liquides pour diriger l'entreprise dans le sens de leur vision stratégique ? Leur comportement conduit-il inévitablement à la destruction de la valeur pour les actionnaires et au gaspillage des liquidités ? Ou cherchent-ils à utiliser leurs compétences et leurs visions stratégiques afin de créer de la valeur pour les actionnaires en impliquant les actifs liquides comme un atout stratégique pour les entreprises dans la course à l'innovation et à la conquête des parts de marché ?

## SECTION III- CRITIQUES DE LA THEORIE DU FREE CASH-FLOW

La théorie du free cash-flow considère la détention d'actifs liquides comme un comportement déviant (par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur) des dirigeants qui visent à s'enraciner et à prélever des bénéfices privés de l'entreprise. Le rôle des structures de gouvernance disciplinaires et incitatives est de limiter la latitude discrétionnaire des dirigeants par le biais notamment d'une politique financière imposée aux dirigeants ou de mécanismes de gouvernance afin de s'assurer d'une affectation optimale des excès de liquidités. Les dirigeants qui subissent passivement cette pression actionnariale sont alors forcés d'adopter la stratégie imposée par les actionnaires.

Dans cette section, nous allons voir que les dirigeants ne restent pas passifs devant les contraintes de gouvernance associées au financement externe. Ils cherchent à s'enraciner et à élargir leur espace discrétionnaire grâce à l'accumulation d'actifs liquides pour diriger l'entreprise dans le sens de leur vision stratégique. Ce comportement n'est pas forcément destructeur de valeur pour les actionnaires, car, d'un côté, la création de valeur dépend en grande partie des compétences et de la vision stratégique des dirigeants et, d'un autre côté, les actifs liquides représentent un atout stratégique pour les entreprises dans la course à l'innovation et à la conquête des parts de marché.

### 1. Critique du rôle passif des dirigeants dans la théorie du free cash-flow

La théorie du free cash-flow présente la structure financière comme une contrainte de gouvernance imposée par les actionnaires afin de discipliner les dirigeants, de limiter leur espace discrétionnaire (Jensen et Meckling 1976, Fama 1980, Jensen 1986, Stulz 1990) et d'agir ainsi sur la création et le partage de la valeur actionnariale (Wirtz 2002).

Comme la latitude managériale des dirigeants est intimement liée à la notion de slack managérial qui correspond aux liquidités à la disposition des dirigeants, en restreignant les liquidités à la disposition des dirigeants, les actionnaires restreignent la latitude managériale des dirigeants, c'est à dire leur liberté de choix pour proposer, mettre en œuvre et gérer les investissements (Charreaux 2000).

Comme expliqué plus haut, les décisions financières des entreprises sont contrôlées par les actionnaires. Les dirigeants apparaissent donc comme des « relais passifs » des choix financiers des actionnaires (Wirtz 2002). Car, en définitive, si les choix financiers (choix de

financement et de distribution) sont imposés par les actionnaires, s'agit-il vraiment d'une réelle politique financière active de la part des dirigeants ?

En principe, le choix d'un mode de financement s'opère dans une logique de minimisation des coûts d'agence. Selon Stulz (1990), la politique de financement imposée par les actionnaires conditionne les ressources financières à la disposition des dirigeants et par conséquent l'éventail des choix d'investissements réalisables dans le but d'éviter les problèmes de sur et de sous-investissement.

*“Financing policies can be used to restrict management's ability to pursue its own objectives...”* (Stulz R. M., 1990, p. 3)

Pour résumer, la théorie de l'agence considère les décisions financière comme des mécanismes de gouvernance visant à limiter l'espace discrétionnaire des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires. Le rôle des dirigeants reste passif vis-à-vis des mécanismes de contrôle et leurs intentions forcément opportunistes.

Dans une autre perspective, il est possible de considérer que les dirigeants mènent eux aussi des stratégies personnelles afin de gérer leurs propres espaces discrétionnaires. Le choix du mode de financement s'effectuerait alors dans le but de s'enraciner dans l'entreprise pour limiter leur dépendance envers les ressources externes et le contrôle qui leur est associé.

Ravid et Sudit (1994) accordent un rôle plus actif aux dirigeants. Tout comme Myers (1984), ils présentent une hiérarchie des modes de financement. Les dirigeants classent les sources de financement en fonction du degré de limitation de leur espace discrétionnaire. Ainsi, ils choisissent d'abord les ressources de provenance interne, car ce sont celles dont l'affectation est la moins contrainte par l'extérieur, puis passent à l'augmentation des capitaux propres et ont recours en dernier lieu à l'endettement. Toutefois, à la différence de Myers (1984), ce n'est pas l'asymétrie informationnelle qui motive cette préférence pour les actifs liquides, mais leur volonté de gérer leurs propres espaces discrétionnaires. Alors que les ressources internes sont positivement liées à la latitude managériale, le recours aux fonds externes diminue l'espace discrétionnaire des dirigeants du fait que des conflits peuvent survenir et limiter leur pouvoir décisionnel. Ces conflits peuvent avoir pour conséquence l'opposition d'une coalition d'actionnaires, des prises de contrôle, un contrôle plus accru des investisseurs institutionnels... L'endettement contraint davantage les décisions des dirigeants en imposant des restrictions légales et contractuelles. Par ailleurs, la disponibilité de fonds externes peut

être conditionnée par la mise en place de mécanismes de gouvernance particuliers (par exemple : un investisseur peut réclamer un siège au conseil d'administration comme condition à son apport de fonds, Wirtz 2002). L'enracinement des dirigeants par la neutralisation du contrôle externe (et par conséquent la modification des structures de gouvernance) passe donc par l'accumulation de liquidités.

Les dirigeants cherchent ainsi à maintenir un niveau d'endettement différent de celui imposé par les actionnaires, car leurs intérêts sont divergents. Cela dit, pour Zwiebel (1996), la satisfaction de la fonction d'utilité des dirigeants ne passe pas uniquement par le contrôle des ressources, mais également par la pérennité de leurs mandats dans l'entreprise. Ils doivent donc arbitrer entre leur volonté de croissance et la menace de leur éviction par le marché des OPA. C'est pour cette raison que les dirigeants choisissent une structure financière qui maximise leur espace discrétionnaire et leur capacité à construire des empires tout en assurant une efficacité suffisante d'un point de vue actionnarial. Malgré le caractère restrictif de la dette, les dirigeants choisissent volontairement d'y recourir afin de se dédouaner du contrôle des investisseurs et de se protéger des menaces de prises de contrôle. Selon Wirtz (2002), les dirigeants préfèrent l'autodiscipline à la discipline du marché de contrôle.

La politique de financement est en définitive contrainte *ex post* par les dirigeants (et sans contrainte des actionnaires) dans une optique d'élargissement de leur espace discrétionnaire. D'un point de vue empirique, une étude menée en France par Poincelot en 1999 contredit également la théorie du free cash-flow de Jensen (1986). L'auteur soutient, d'après ses tests, qu'il existe bien une relation entre le contrôle exercé par les actionnaires et les décisions de financement, mais que c'est une relation inverse à celle avancée par Jensen (1986). Son étude conclut donc que l'endettement serait une « variable manipulée » par le dirigeant et non pas une variable contrôlée par les actionnaires. La théorie selon laquelle la modification de la structure financière de l'entreprise modifie la structure de pouvoir en faveur des actionnaires et créanciers semble infirmée.

## 2. Critiques liées à la conception du comportement humain de la théorie du free cash-flow

Depuis plusieurs années, les chercheurs analysent la relation entre la performance des entreprises et la latitude discrétionnaire des dirigeants. La gouvernance d'entreprise, dans sa

forme traditionnelle, suppose que cette relation existe et qu'elle est négative. La gouvernance est même définie par Charreaux (1997) comme :

*« L'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire. » (Charreaux, 1997, p. 3).*

En effet, dans la vision première de Jensen et Meckling (1976), le rôle même de la gouvernance est la réduction des coûts d'agence par la limitation de l'espace discrétionnaire du dirigeant opportuniste et ce, à l'aide de mécanismes de gouvernance (rémunération, participation du dirigeant au capital, conseil d'administration, etc.). Dans cette perspective, la création de valeur est conditionnée par la mise en place de mesures de contrôle et des mesures disciplinaires exercées sur les dirigeants afin de les empêcher de nuire aux intérêts des actionnaires et de réduire les coûts d'agence issus de l'asymétrie de l'information et des conflits d'intérêts.

### 2.1. Dépassement de l'opportunisme : la prise en compte des comportements coopératifs

La théorie de free cash-flow décline une conception négative du comportement humain. Dans la théorie de l'agence (dont découle la théorie du FCF), l'Homme est considéré comme un agent rationnel, calculateur et opportuniste, cherchant à satisfaire ses propres intérêts<sup>61</sup>.

Comparant cette conception de la « délinquance managériale » avec celle de *l'homo-economicus* ou encore de la théorie X de McGregor<sup>62</sup>, Donaldson et David (1991) lui substituent, dans leur théorie de l'intendance, une nature de l'Homme moins rationnelle, désintéressée et digne de confiance. En effet, selon ces auteurs, le dirigeant ne cherche pas seulement à satisfaire son propre intérêt, mais œuvre à la réalisation des objectifs organisationnels et agit en tant qu'intendant même lorsque sa fonction d'utilité ne coïncide pas avec celle des actionnaires. Ainsi, les dirigeants ne poursuivent pas des objectifs

---

<sup>61</sup> Voir le Modèle REMM (Resourceful, Evaluative, Maximizing Model) de Jensen & Meckling (1994).

<sup>62</sup> Selon laquelle, l'homme, paresseux et averse au travail par nature, doit être menacé pour effectuer ses tâches.

économiques ou financiers, mais essentiellement psychologiques et sociologiques (autonomie, reconnaissance de leurs compétences, réalisation de soi, respect de l'autorité et de l'éthique, etc.)

Contrairement à l'analyse de la théorie de l'agence, les conflits d'intérêts et l'opportunisme ne sont plus considérés comme une donnée ou comme des éléments de Nature. C'est notamment la critique formulée par Donaldson (1990) à Jensen et Meckling (1976) et Williamson (1975) qui conçoivent un scénario théorique unique dans lequel tous les managers agissent de manière opportuniste et où tout autre type de comportement est écarté.

Pour Caby et Hirigoyen, (2013), la comparaison des théories de l'agence et de l'intendance relève davantage de la peinture des deux extrêmes d'un même continuum plutôt que d'une réelle opposition, où chacune d'elle peut trouver des confirmations empiriques. Enfin, Davis, Schoorman et Donaldson (1997) tentent de concilier les deux théories en éliminant le caractère déterministe des deux modèles. Dans leur proposition, les dirigeants ne sont plus automatiquement opportunistes ni automatiquement intendants. Leurs comportements relèvent de leurs propres choix en fonction de facteurs psychologiques et situationnels : degré d'aversion au risque, motivation pour la croissance, pour une bonne réputation, les jeux de pouvoir ...

## 2.2. Irréalisme de la théorie du free cash-flow : la dimension positive de la latitude managériale

Pour Charreaux (2007), la théorie du free cash-flow à travers laquelle les dirigeants apparaissent comme cherchant à accumuler des liquidités afin de les gaspiller de manière consciente et intentionnelle, est peu vraisemblable, sauf exception. Au contraire, l'auteur attribue un rôle positif à l'autofinancement (grâce à l'accumulation d'actifs liquides) qui permet aux dirigeants de développer leur capital humain<sup>63</sup> et de développer ainsi un enracinement positif.

---

<sup>63</sup>« Le capital humain est l'ensemble des compétences, qualifications et autres capacités possédées par un individu à des fins productives. Il peut être inné ou s'acquérir durant le cursus scolaire, universitaire ou au cours d'expériences professionnelles, par la transmission de savoirs et qualifications. Le capital humain initial revêt des formes comme l'intelligence, la force physique ou les connaissances transmises par la famille ». (Simonnet, 2003)

La notion d'enracinement positif a été développée par Castanias et Helfat (1991) en opposition à la conception négative de l'enracinement, comme facteur destructeur de valeur, avancée par Shleifer et Vishny (1989), Morck, Shleifer et Vishny (1990) ou Paquerot (1997).

Castanias et Helfat (1991) mettent les dirigeants au centre de la création de valeur car leurs ressources forment une part importante des ressources globales créatrices de rentes dans une entreprise. Ils partent de la théorie du capital humain (Becker, 1964) pour l'appliquer aux dirigeants et leur attribuer trois différentes catégories de compétences : des compétences spécifiques à la firme, des compétences spécifiques au secteur et des compétences générales. L'ensemble de ces compétences représente un actif spécifique managérial que les dirigeants investissent dans leur société en prenant des décisions stratégiques et opérationnelles qui génèrent des rentes et profitent tant à l'entreprise, aux actionnaires qu'à eux-mêmes.

L'enracinement des dirigeants n'est plus forcément associé à l'inefficacité et à la recherche de l'expropriation des rentes au profit du dirigeant. Dans la lignée de Castanias et Helfat (1991), Garvey et Swan (1994) et Charreaux (1996) présentent l'argument selon lequel l'activisme des dirigeants, visant à exploiter les failles du système disciplinaire de la gouvernance et à maximiser leur latitude par le contrôle du maximum de ressources, notamment financières (Ravid et Sudit 1994), ne se fait pas au détriment des actionnaires. Les excès de liquidités, preuves de performances managériales passées et non rémunérées (en salaires, stock-options, avantages en nature, etc.), sont dus aux actionnaires. Cela dit, les auteurs jugent que même si les managers « gaspillent » une partie de la rente qu'ils ont eux-mêmes générée, les actionnaires ne seraient pas lésés pour autant. La rétention d'une partie de la rente managériale ne serait pas un comportement opportuniste, mais simplement la rémunération de leur investissement spécifique (Charreaux, 1992). D'ailleurs, dans une perspective dynamique, afin d'éviter des tensions futures et d'éventuels OPA hostiles, les dirigeants sont incités à prélever uniquement une part « honnête » des rentes de l'entreprise. L'enracinement est un jeu dynamique et répétitif qui affecte itérativement la réputation des dirigeants. Si celle-ci nécessite une longue période pour se construire, elle peut, néanmoins, s'effondrer rapidement (Batteau, 2009).

L'autofinancement, contraint les dirigeants à accroître la rente organisationnelle car de mauvais résultats induisent une faible rentabilité et par conséquent une réduction des actifs liquides et de l'autofinancement à l'avenir. A chaque décision, le dirigeant remet en jeu sa latitude décisionnelle.

Dans une perspective cognitive, pour être opérationnelle, une entreprise a besoin à la fois des managers (apporteurs de capital humain) et des actionnaires (apporteurs de capital physique). Le cash-flow n'est plus généré si une des deux parties s'abstient ou exerce une option de sortie. Pour Lambrecht et Pawlina (2009), le partage de la rente résulte d'une négociation entre managers et actionnaires et mène à une situation d'équilibre dans laquelle les actionnaires autorisent la détention de surplus d'actifs liquides. Ces actifs liquides servent à rémunérer l'investissement en capital humain des dirigeants.

Les théories cognitives de la gouvernance dépassent ainsi les dimensions disciplinaires et incitatives. Leur but n'est pas de trouver le meilleur mode de partage de la rente, mais de comprendre l'origine de la création de cette rente (Charreaux, 2002).

### 2.3. La latitude managériale au cœur de la création de valeur

La théorie des rentes managériales suggère qu'une part importante de la création de valeur de l'entreprise est due aux compétences des dirigeants. Ces derniers, ayant développé un savoir-faire spécifique pour l'entreprise, n'ont aucun intérêt à se faire licencier ou à entrer en conflit avec les actionnaires (Poincelot E. , 2000). Dans cette perspective, l'objectif de la gouvernance d'entreprise est d'encourager et de préserver l'actif spécifique (compétences spécifiques supérieures) des dirigeants ; car cet actif spécifique peut être exproprié notamment lors de prises de contrôle. En effet, Castanias et Helfat (1991) considèrent que le marché de contrôle n'est pas un mécanisme de gouvernance créant de la valeur pour les actionnaires. Au contraire, c'est une méthode utilisée par des actionnaires ou dirigeants extérieurs afin de s'accaparer la rente managériale de l'entreprise.

L'enracinement des dirigeants par le contrôle de ressources financières, la présence au conseil d'administration, la mise en place de dispositifs anti-opa ou les investissements spécifiques n'est pas le fruit d'un opportunisme visant à s'enrichir aux dépens des actionnaires. Il s'agit plutôt d'une tentative de protection de l'actif spécifique managérial. Cet enracinement permet aux dirigeants d'élargir leur espace discrétionnaire et d'aligner leurs fonctions d'utilité à celle des actionnaires et par conséquent, de prendre des décisions créatrices de richesses.

### 3. Critiques liées à l'absence de la dimension stratégique de la décision de détention d'actifs liquides

Dans une perspective cognitive, la performance d'une entreprise réside dans la capacité du dirigeant à orienter l'activité en fonction de sa vision stratégique ainsi que la création et la protection d'une base de connaissances et d'innovation (Charreaux 2002). Le recours à l'autofinancement (grâce à la disponibilité de liquidités internes) permet aux dirigeants de préserver leur vision stratégique en évitant de la soumettre à l'approbation des apporteurs de capitaux externes. L'autofinancement permet par conséquent d'éviter la diffusion des modèles cognitifs des dirigeants et d'assurer la confidentialité des projets de l'entreprise. Par ailleurs, les actifs liquides offrent une longueur d'avance aux entreprises dans leur course à l'innovation et constituent un atout stratégique dans la conquête de parts de marchés face à leurs concurrents.

#### 3.1. Les actifs liquides encouragent les comportements entrepreneuriaux et innovants

Les contraintes de financement qui restreignent l'investissement des entreprises en cas de pénurie de liquidités pèsent lourdement sur le financement des projets innovants car les créanciers sont réticents à les financer (O'Brien, 2003) en raison de leur incertitude et de la difficulté du calcul *ex ante* de leur rentabilité (Mansfield, 1963). En outre, ces investissements produisent principalement des actifs intangibles qui servent difficilement de contrepartie financière en cas de défaut, ce qui pénalise encore davantage leur financement ; sans oublier que ces projets nécessitent des fonds importants (rémunérations substantielles à des employés hautement qualifiés, formations coûteuses, dépenses importantes de protection des informations, etc.) (Brown & Petersen, 2011). Il en résulte que les entreprises innovantes ne peuvent compter uniquement sur la disponibilité du financement externe. L'existence de fonds propres est un préalable à une stratégie offensive d'innovation (Baum, Caglayan, & Talavera, 2010; Baumol W. J., 1959) car les liquidités offrent aux dirigeants la flexibilité leur permettant d'allouer des ressources à l'investissement en projets de R&D.

Par ailleurs, compte tenu de leur degré d'incertitude, les projets innovants sont également limités par le degré d'aversion au risque des dirigeants et cette aversion au risque est elle-même influencée par la disponibilité de ressources internes. Selon Cyert et March (1963), Bourgeois (1981), Nohria et Gulati (1996) et Geiger et Cashen (2002), la relation du dirigeant

au risque est liée à l'accumulation du slack ; plus les excès de ressources augmentent, moins les dirigeants sont averses au risque et entreprennent des projets innovants. A l'inverse, les dirigeants à court de slack financier se concentrent plus sur des objectifs de performance à court terme que sur d'incertains projets innovants (Nohria & Gulati, 1996). Ils doivent par ailleurs se soumettre au contrôle des apporteurs de capitaux externes qui sont généralement averses au risque également. Pour ces auteurs, il existe donc une relation positive entre accumulation d'actifs liquides et investissements en projets innovants et en R&D.

Il est vrai que sur le plan empirique, plusieurs études montrent que les entreprises « pauvres » en actifs liquides diminuent leurs budgets de R&D, de recrutements et d'investissements (Campello et al. (2009) et Duchin et al.(2008)) et qu'une détention durable d'excès de liquidités favorise l'investissement en R&D et améliore la performance des entreprises américaines (Mikkelsen et Partch2003). A l'inverse, pour Jensen (1986, 1993), les entreprises disposant d'une trésorerie confortable investissent en projets de R&D douteux ou en acquisitions qui débouchent rarement sur des investissements créateurs de valeur. Cela est dû à la perte de contrôle qui permet aux dirigeants de faire des choix en fonction de leurs propres préférences plutôt que de considérations économiques(Child, 1972). D'autres auteurs ont également adopté un point de vue « hostile » envers le slack managérial. En effet, pour Leibenstein (1969) ou Williamson (1963, 1964) le slack est synonyme de gaspillage, d'incompétence et d'opportunisme managérial<sup>64</sup>.

Nohria & Gulati (1996), dans une tentative de réconciliation des deux courants théoriques, précisent que la relation n'est pas linéaire. Si un manque de discipline peut mener à l'inefficience, ils soutiennent qu'un excès de discipline est tout autant problématique. Ils reconnaissent qu'un excès de liquidités couplé à une grande latitude mène à des inefficiences et à des gaspillages, mais rappellent également que l'incertitude est une composante inhérente aux projets innovants, qu'il est difficile de mesurer la valeur actuelle nette de ces projet et qu'un excès de discipline peut mener à deux types d'erreurs: d'un côté, en cas de projet de

---

<sup>64</sup>A ce sujet, Brickley, Smith et Zimmerman (2008) présentent l'exemple des dirigeants de RJ Reynolds qui ont investi plus de 325 millions de dollars dans un projet de développement de cigarettes sans fumée alors qu'il était évident pour eux que le projet ne serait jamais rentable.

R&D qui se révèle non rentable, on peut assister à une obstination à poursuivre l'investissement, car l'existence de liquidités rend difficile la justification de l'abandon du projet. D'un autre côté, un projet prometteur peut être abandonné si son initiateur est soumis à un contrôle strict et manque de moyens.

Ainsi pour Nohria & Gulati 1996, la relation entre slack et innovation est curvilinéaire (sous forme d'un U inversé) et il existe un niveau de slack et un niveau de discipline intermédiaires pour une entreprise donnée qui sont optimaux pour l'innovation.

### 3.2. Les actifs liquides offrent un avantage concurrentiel aux entreprises

Si du point de vue de la théorie de l'agence, la concurrence sur le marché des produits est bénéfique aux actionnaires, car elle constitue un mécanisme de gouvernance disciplinaire qui force les dirigeants à dégorger les excès de liquidités (Hart, 1983; Giroud & Holger, 2010), elle ne l'est pas forcément aux créanciers. En effet, plus la concurrence est intense plus les marges sont faibles et plus l'incertitude pesant sur le cash-flow de l'entreprise est importante. Par conséquent, la concurrence augmente le risque de défaut et diminue la valeur liquidative des entreprises. Comme le coût du crédit est fonction du risque de défaut et de la valeur liquidative de l'entreprise, la concurrence augmente le spread de crédit des entreprises (Valta, 2012). L'intensité de la concurrence affecte le coût et la disponibilité des sources de financement externes, l'investissement des entreprises ainsi que le besoin de liquidités. Par ailleurs, comme nous l'avons abordé dans le premier chapitre, l'intensification de la concurrence augmente le motif de précaution. En effet, pour Morellec et Nikolov (2009), la volatilité du cash-flow des entreprises a augmenté ces vingt-cinq dernières années essentiellement à cause de l'intensification de la concurrence sur le marché des produits. Pour couvrir ce risque les entreprises détiennent des liquidités dans la mesure où ces dernières leur permettent de se protéger contre les attaques des entreprises rivales sur leurs niches et parts de marchés (Baskin 1987 et Frésard 2010) ou encore contre les tentatives d'intégration verticale de la part de fournisseurs (Pettit, 2007).

La gravité des problèmes de sous-investissement, identifiés par Myers et Majluf (1984), dépend des stratégies des concurrents. Le sous-investissement lié à une faible détention de liquidités peut être aggravé par le risque de prédation des opportunités d'investissement par

les concurrents (Haushalter, Klasa, & Maxwell, 2007). Ce risque est d'autant plus élevé qu'il existe une interdépendance<sup>65</sup>des opportunités d'investissement entre entreprises rivales. En effet, lorsque le financement externe est coûteux ou indisponible, la chute du cash-flow empêche l'entreprise de financer ses opportunités d'investissement. Dans ce cas, les entreprises rivales disposant de ressources internes suffisantes saisiront plus rapidement ces opportunités et gagneront des parts du marché au détriment des entreprises à court de liquidités et qui doivent attendre l'approbation des apporteurs de financements externes. Haushalter, Klasa, & Maxwell (2007) montrent que les entreprises appartenant à des secteurs d'activités au sein desquels les opportunités d'investissement sont partagées entre entreprises concurrentes détiennent plus de liquidités et ont davantage recours aux opérations de couverture. Ces dernières leur permettent de gérer le risque de prédation, d'investir malgré les contraintes de financement et de gagner des parts de marché.

Selon Morellec et Nikolov (2009), les entreprises détiennent autant d'actifs liquides que le secteur d'activité est compétitif, que les marges des entreprises sont faibles, que la concurrence étrangère est sévère et que le nombre d'entreprises rivales est élevé. Schoubben et Van Hulle (2010) confirment également que le niveau d'actifs liquides dépend en plus des facteurs spécifiques et des facteurs macroéconomiques, de facteurs relatifs au secteur d'activité et au risque de prédation. Leurs résultats indiquent que plus le risque de prédation est important et plus les parts de marchés sont faibles, plus les entreprises détiennent de liquidités.

Pour Frésard (2010), les actifs liquides ne servent pas uniquement à mener des stratégies défensives. Les entreprises peuvent également utiliser leur « trésors de guerre » pour financer des stratégies compétitives offensives (à travers, par exemple, une stratégie agressive des prix, la construction de réseaux de distributions efficaces, des stratégies de communication et de publicité et même le recrutement de personnel qualifié) ou servir de barrière dissuasive à l'entrée de tout nouveau concurrent). Morellec et Nikolov (2009) arrivent aux mêmes

---

<sup>65</sup>Les auteurs mesurent cette interdépendance par trois facteurs: le degré de concentration du secteur d'activités, le degré de similitude des activités des entreprises du même secteur et le niveau de corrélation des opportunités d'investissement.

conclusions et avancent que les entreprises disposant de larges réserves de liquidités gagnent systématiquement des parts de marchés futures aux dépens de leurs concurrents. Les actifs liquides constituent une arme concurrentielle (Froot, Scharfstein, & Stein, 1993; Fresard, 2010) particulièrement efficace lorsque les entreprises rivales font face à des contraintes de financement et que les interactions entre les rivales sont importantes. Enfin, selon une étude réalisée par Schroth & Szalay (2010), les entreprises appartenant à des secteurs intensifs en R&D (comme le secteur pharmaceutique) doivent non seulement investir mais surtout investir avant les concurrents. Les entreprises disposant d'importants niveaux d'actifs liquides ont plus de chances de gagner la course aux brevets que les autres.

Ainsi, la décision de détenir des liquidités est créatrice de valeur car non seulement elle permet de couvrir le risque de sous-investissement et de prédation des entreprises rivales, de maintenir sa part de marché mais offre également aux entreprises un avantage compétitif sur leurs concurrents en permettant l'adoption de stratégies offensives ou dissuasives (dissuader l'expansion de concurrents en se présentant comme un rival crédible lors d'OPA lancés par les rivaux par exemple) et de gagner des parts de marché au détriment des entreprises plus fragiles financièrement.

## *Conclusion du chapitre 2*

Malgré ses nombreux avantages, la détention d'actifs liquides n'est pas toujours une décision rationnelle et créatrice de valeur actionnariale. En effet, selon la théorie du free cash-flow (Jensen 1986), l'asymétrie d'information et l'opportunisme des agents conduisent les dirigeants à prendre des décisions financières sous optimales du point de vue actionnarial. Ce chapitre, consacré à un approfondissement de la théorie du free cash-flow, vient de mettre en perspective cette face sombre des actifs liquides et d'explicitier le risque de surinvestissement et de destruction de valeur lié à la détention d'excès de liquidités.

Ce chapitre a permis de mener une réflexion théorique sur les facteurs qui poussent les dirigeants à la détention d'excès de liquidités et au surinvestissement. Quels en sont les arguments essentiels ? Le premier argument est lié aux préférences des dirigeants pour les dépenses excessives, les gaspillages organisationnels, la construction d'empires, et la diversification excessive ainsi que les incitations pécuniaires (rémunération) et non pécuniaires (prestige, pouvoir et sécurité de l'emploi...) les amènent à détenir des niveaux importants de liquidités et à surinvestir. Il semble donc que les actifs liquides soient au centre des conflits d'agence et que tout débat autour de la gouvernance doive s'intéresser à la question du niveau et de l'affectation des actifs liquides.

La détention d'excès de liquidités n'est pas uniquement motivée par la recherche de intérêts personnels. La détention excessive de liquidités peut être le résultat de biais cognitifs et comportementaux (l'aversion au risque, l'excès de confiance et la préférence pour la vue tranquille notamment) qui mènent les dirigeants à prendre des décisions sous optimales.

L'impact de la gouvernance d'entreprise sur le niveau, l'utilisation et la valeur des actifs liquides indirectement à travers la politique financière puis directement par le biais de mécanismes de gouvernance constitue le deuxième argument: le degré de protection des actionnaires, la structure de propriété (la concentration du capital, l'identité de l'actionnaire majoritaire, la participation des dirigeants au capital et l'actionnariat institutionnel) et les caractéristiques du conseil d'administration.

L'étude s'est focalisée par la suite sur l'examen critique de la théorie du free cash-flow. La mise en perspective des limites de la théorie du cash-flow peut être résumée ainsi : les dirigeants ne restent pas passifs face aux mécanismes de gouvernance mais cherchent à gérer

leur latitude discrétionnaire grâce à la flexibilité offerte par la détention de liquidités. Par ailleurs, les dirigeants ne sont pas fatalement opportunistes, l'enracinement des dirigeants n'est pas toujours destructeur de la valeur et la détention d'actifs liquides leur permet de mettre en œuvre leur vision stratégique et de financer des projets de R&D et de mener des stratégies concurrentielles pour gagner des parts de marché face à leurs concurrents et de créer de la valeur.

Aussi la nécessité de dépasser cette vision fatalement négative de la théorie s'impose-t-elle afin de s'orienter plutôt vers une approche moins déterministe du niveau de l'utilisation et de la valeur des actifs liquides. La détention de liquidités ne mène pas automatiquement au gaspillage et à la destruction de valeur. La relation entre actifs liquides et création de valeur dépend des caractéristiques intrinsèques financières et de gouvernance ainsi que des facteurs de l'environnement de l'entreprise.

Ainsi, il est possible d'intégrer les prédictions de la théorie du free cash-flow dans une version élargie de la théorie de l'arbitrage dans laquelle le risque de surinvestissement de liquidités constitue un coût supplémentaire de la détention de liquidités qui pèse certainement dans la balance, mais qui ne constitue pas le seul facteur déterminant du niveau de détention de liquidités.

Mais, ces principales théories de la décision de détention d'actifs liquides sont-elles capables de nous renseigner sur le comportement réel des entreprises françaises ? C'est l'objet de la deuxième partie.

---

**PARTIE II : LA DECISION DE DETENTION  
D'ACTIFS LIQUIDES : UNE ETUDE SUR DONNEES  
DE PANEL FRANÇAISES**

---

---

## **CHAPITRE 3 : LES FACTEURS EXPLICATIFS DE LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES**

La première partie s'est consacrée à la présentation des principales théories qui ont traité la question de la décision de détention d'actifs liquides. La seconde partie est plutôt une étude empirique de la décision de détention d'actifs liquides qui a pour objectif de mettre la lumière sur les motivations et les conséquences de la détention d'actifs liquides par les entreprises françaises cotées au SBF 250 entre 2000 et 2010.

Deux chapitres sont mobilisés pour présenter les résultats de cette étude : le premier (chapitre 3) aborde les facteurs explicatifs de la décision de détention d'actifs liquides ; tandis que le second (chapitre 4) met en valeur les implications de la détention d'actifs liquides sur l'investissement, la performance et la valeur de marché des entreprises.

Le chapitre 3 s'articule autour de deux sections ; la première présente les aspects méthodologiques de l'étude empirique: il s'agira de faire la présentation de l'échantillon et la justification des modèles théoriques, des variables retenues et de l'explicitation des hypothèses de travail. La seconde section sera consacrée à la présentation et à la discussion des résultats de l'analyse des données.

L'objectif de ce chapitre consiste dans un premier temps à déterminer si les entreprises poursuivent un niveau cible d'actifs liquides. Si c'est le cas, il sera possible de déterminer le niveau optimal de liquidités pour chaque entreprise grâce à la régression du niveau d'actifs liquides sur des facteurs explicatifs retenus de la revue de la littérature.

En effet, la revue de la littérature a permis de mettre en évidence une série de déterminants financiers potentiels du niveau d'actifs liquides ainsi qu'un ensemble d'hypothèses de recherche sur les relations entre ces déterminants théoriques et le niveau de liquidités. Les hypothèses causales ainsi construites sont confrontées à la réalité des entreprises, grâce à des régressions sur données de panel, afin d'éprouver la fiabilité des hypothèses et de tester le pouvoir explicatif des trois principales théories (la théorie de l'arbitrage TOT, la théorie du financement hiérarchique POT et la théorie de free cash-flow FCF) du comportement accumulateur de actifs liquides des entreprises.

En plus des facteurs financiers intrinsèques, des facteurs macro-économiques sont également intégrés, afin d'étudier l'impact de l'environnement économique sur le niveau de détention d'actifs liquides ainsi que sur la relation entre le niveau d'actifs liquides et ses déterminants financiers intrinsèques.

Enfin, le niveau d'actifs liquides est étudié en relation avec des caractéristiques de gouvernance d'entreprise afin de vérifier s'il existe des conflits d'agence portant sur le niveau d'actifs liquides et si la gouvernance d'entreprise a un impact sur le niveau de liquidités détenues.

Les variables de gouvernance utilisées sont ensuite analysées afin de construire un indice synthétique de gouvernance qui sera utilisé dans le chapitre 4 pour étudier l'impact modérateur de la gouvernance d'entreprise sur la relation entre les actifs liquides et l'investissement, la performance et la valeur de marché des entreprises.

## SECTION I – METHODOLOGIE DE L'ETUDE ET JUSTIFICATION DES MODELES, DES VARIABLES ET DES HYPOTHESES

Cette section a pour objectif, d'un côté, de présenter la méthodologie adoptée pour mener cette étude et de l'autre, de justifier les modèles, les variables et les hypothèses mobilisés dans la partie empirique. Elle abordera les questions relatives à l'impact des facteurs financiers, des conditions macro-économiques et de la gouvernance sur les niveaux des actifs liquides.

### 1. Impact des facteurs financiers spécifiques sur le niveau d'actifs liquides

Dans ce paragraphe, il s'agira de présenter les modèles et les méthodes d'estimation utilisées pour vérifier l'existence d'un niveau cible d'actifs liquides et les différents facteurs financiers explicatifs du niveau d'actifs liquides des entreprises.

#### 1.1. Vérification de l'existence d'un niveau cible d'actifs liquides

La première étape de ce travail consiste à vérifier si les entreprises poursuivent un niveau cible de détention d'actifs liquides. Cela revient à tester la théorie de l'arbitrage (trade-off theory) selon laquelle il existe un niveau optimal de liquidités qui peut être observé en contrebalançant les avantages et les inconvénients d'un euro supplémentaire détenu par l'entreprise (Kim et al., 1998; Opler et al., 1999; Bruinshoofd et Kool, 2002 ...).

Opler et al. (1999) ont confirmé l'existence d'un niveau optimal d'actifs liquides aux Etats-Unis en constatant, grâce à une régression linéaire portant sur 1048 entreprises sur la période entre 1950-1994, que les actifs liquides reviennent à leurs moyennes. Les auteurs ont utilisé le modèle autorégressif suivant afin d'analyser les propriétés des séries temporelles du niveau d'actifs liquides :

$$\Delta CASH_{it} = \alpha + \beta \Delta CASH_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

$$\begin{aligned} \Delta CASH_{it} &= \text{La variation du niveau d'actifs liquides de l'entreprise } i \text{ durant l'année } t \\ \Delta CASH_{it-1} &= \text{La variable dépendante latente.} \end{aligned}$$

Le même modèle est appliqué pour l'échantillon de l'étude. Si les actifs liquides suivent un processus d'autocorrélation de premier ordre, cela signifie que les niveaux d'actifs liquides reviennent à la moyenne dans le temps et que les entreprises poursuivent un niveau cible d'actifs liquides.

Toutefois, le phénomène de retour à la moyenne seul ne peut démontrer la supériorité de la théorie de l'arbitrage sur la théorie du financement hiérarchique dans la mesure où le cash-flow de l'entreprise peut également suivre ce processus et expliquer par conséquent le retour à la moyenne des actifs liquides dans le cadre de la théorie du financement hiérarchique.

La confirmation de ce test prouvera seulement que les données ne sont pas incompatibles avec ces deux théories. Cela dit, à l'inverse, si le retour à la moyenne n'est pas démontré, aucune des deux théories ne peut être confirmée.

- *Modèle de Shyam-Sunder et Myers (1999)*

L'utilisation du modèle préconisé par Shyam-Sunder et Myers (1999) permet de tester la théorie de l'arbitrage.

$$\Delta CASH_{it} = \alpha + \beta_{TOT}(CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Avec :

$$\Delta CASH_{it}^* = \text{Le niveau cible de détention d'actifs liquides de l'entreprise } i \text{ durant l'année } t$$

L'existence d'un niveau cible de liquidités signifie qu'en cas de déviations, les entreprises ajustent leur niveau de liquidités vers ce niveau optimal ce qui permettrait d'observer un phénomène de retour à ce niveau cible dans le temps.

Comme le niveau cible  $CASH_{it}^*$  n'est pas observable, la moyenne du niveau d'actifs liquides sur la période 1999 à 2010 est utilisée comme proxy.

- *Test de la théorie du financement hiérarchique*

Selon la théorie du financement hiérarchique, les entreprises ne poursuivent pas un niveau optimal de liquidités. La variation du niveau de liquidités détenues ne dépend que d'une seule variable qui est le déficit en cash-flow nécessaire au financement de l'exploitation, au

remboursement des dettes, à l'investissement et à la distribution de dividendes. Le niveau d'actifs liquides dépend donc des autres décisions financières des entreprises

Le modèle utilisé pour tester la POT s'inspire également des travaux de Shyam-Sunder et Myers (1999) repris par plusieurs auteurs pour tester les explications de la POT de la structure du capital (Fama & French, 2002; Frank & Goyal, 2003; Molay, 2005) des dividendes (Fama & French, 2002) ou des actifs liquides (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Jani, Hoesli, & Bender, 2004).

Le modèle se présente de la manière suivante :

$$\Delta CASH_{it} = \alpha + \beta_{POT} DEFICIT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

$\Delta CASH_{it}$  = La variation du niveau d'actifs liquides de l'entreprise i durant l'année t

$DEFICIT_{it} = DIVIDENDES_{it} + CAPEX_{it} + \Delta BFR_{it} + PDLT_{it} - CASHFLOW_{it}$

$DIVIDENDES_{it}$  = Les dividendes distribués par l'entreprise i durant l'année t

$CAPEX_{it}$  = Les dépenses d'investissements par l'entreprise i durant l'année t

$\Delta BFR_{it}$  = La variation du Besoin en Fonds de Roulement de l'entreprise i durant l'année t

$PDLT_{it}$  = Part de la dette à long terme arrivant à échéance et devant être remboursée par l'entreprise i durant l'année t.

$CASHFLOW_{it}$  = Les flux de trésorerie d'exploitation (après paiement des intérêts et impôts) de l'entreprise i durant l'année t.

La forme forte de la théorie du financement hiérarchique est confirmée si  $\alpha = 0$  et  $\beta_{POT} = -1$  c'est-à-dire un recours uniquement au slack financier pour couvrir le besoin de financement. Cela dit, les entreprises peuvent choisir (pour des raisons fiscales notamment) de recourir également, dans une moindre mesure, au financement externe (dettes ou augmentations de capital). Dans une forme semi-forte, le coefficient  $\beta_{POT}$  est supérieur mais proche de -1.

Enfin, il s'agira d'utiliser un modèle associant les deux théories (POT et TOT) :

$$\Delta CASH_{it} = \alpha + \beta_{POT} DEFICIT_{it} + \beta_{TOT} (CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

## 1.2. Spécification du modèle d'ajustement partiel du niveau d'actifs liquides

Compte tenu des critiques formulées sur la méthodologie de Shyam-Sunder & Myers (1999)<sup>66</sup>, une deuxième approche est adoptée qui consiste à estimer le niveau cible d'actifs liquides par un ensemble de facteurs explicatifs théoriques.

- *Le modèle d'ajustement statique*

Le modèle d'ajustement statique cherche à déterminer le niveau cible d'actifs liquides par la régression des caractéristiques explicatives dégagées de la revue de la littérature.

$$Cash_{it} = \alpha + \sum_k \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (A.1)$$

Les entreprises sont représentées par  $i = 1, 2, \dots, N$ ,

Le temps est représenté par  $t = 1, 2, \dots, T$ .

Avec :  $CASH_{it}$  = le niveau d'actifs liquides de l'entreprise  $i$  à l'instant  $t$

$K$  = les caractéristiques explicatives

$\varepsilon_{it}$  = un terme d'erreur

- *Identification des entreprises détenant « trop » de liquidités*

Ce modèle permet de définir le niveau cible d'actifs liquides à détenir en fonction des caractéristiques propres aux entreprises. Selon la théorie de l'arbitrage, ce niveau cible est le niveau qui égalise le coût au bénéfice marginal de détention d'un euro supplémentaire. Toute détention supérieure au niveau cible est alors considérée comme excessive et coûteuse pour l'entreprise. L'avantage de cette estimation du niveau cible est de permettre de distinguer les entreprises détenant « trop » de liquidités et des entreprises en « déficit » de liquidités par rapport à leur niveau cible. Ces excès de liquidités peuvent être estimés en calculant la différence entre le niveau actuel (observé) de liquidités et le niveau cible (calculé).

$$XCASH_{it} = CASH_{it}^* - CASH_{it} \quad (A.2)$$

---

<sup>66</sup>Notamment par Chirinko et Anuja Singha (2000) et Leary & Roberts (2010).

L'excès de liquidités de l'entreprise  $i$  à l'instant  $t$   $XCASH_{it}$  est ainsi défini par les résidus de la régression du niveau optimal de liquidités. C'est ainsi qu'il est possible d'identifier les entreprises dont le niveau de détention est excédentaire ( $XCASH_{it} > 0$ ) ainsi que les entreprises dont le niveau est déficitaire ( $XCASH_{it} < 0$ ).

- *Utilisation du modèle d'ajustement partiel*

Le modèle statique considère que les entreprises ajustent immédiatement leur niveau de trésorerie vers le niveau cible. Ozkan et Ozkan (2004) suggèrent que cet ajustement total ne peut s'opérer que dans le cadre d'un marché sans frictions. Dans la réalité, il existe des coûts d'ajustement qui font que les entreprises ne peuvent ajuster leurs niveaux d'actifs liquides de manière instantanée. En effet, les imperfections du marché (comme par exemple le retard de paiement de clients ...) empêchent les entreprises d'atteindre leurs niveaux cibles. Les auteurs proposent par conséquent un modèle dynamique qui intègre un délai d'ajustement en utilisant une variable dépendante retardée comme première variable explicative.

Le modèle d'ajustement partiel utilisé par Ozkan et Ozkan (2004) permet aux entreprises d'ajuster partiellement leur niveau d'actifs liquides vers leur niveau cible (non observable)  $CASH_{it}^*$ .

$$\begin{aligned}
 CASH_{it}^* &= \sum_k \beta_k x_{kit-1} + \varepsilon_{it} \\
 CASH_{it} - CASH_{it-1} &= \lambda(CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) \quad (A.3)
 \end{aligned}$$

Où:

$$\begin{aligned}
 CASH_{it} &= \text{le niveau actuel d'actifs liquides et } CASH_{it}^* \text{ est le niveau cible} \\
 &\quad \text{déterminé et non observable.} \\
 (CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) &= \text{l'ajustement requis pour atteindre le niveau cible} \\
 \varepsilon_{it} &= \text{un terme d'erreur}
 \end{aligned}$$

La capacité de l'entreprise à atteindre son niveau cible dépend du coefficient  $\lambda$  (qui prend une valeur entre 0 à 1). Plus le coefficient est élevé plus l'entreprise est proche de son niveau cible.

Si  $\lambda = 1$ , l'ajustement est complet. Le niveau des liquidités actuel correspond au niveau cible.

$$\begin{aligned} CASH_{it} - CASH_{it-1} &= 1 * (CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) \\ \text{soit} &= CASH_{it} = CASH_{it}^* \end{aligned}$$

A l'inverse, si  $\lambda = 0$ , les coûts d'ajustement sont tels que l'entreprise ne peut pas ajuster son niveau de liquidités vers le niveau optimal.

$$\begin{aligned} CASH_{it} - CASH_{it-1} &= 0 * (CASH_{it}^* - CASH_{it-1}) \\ \text{soit} &= CASH_{it} = CASH_{it-1} \end{aligned}$$

Le modèle d'ajustement partiel est exprimé par la combinaison des équations (A.1) et (A.3) :

$$CASH_{it} = \gamma_0 CASH_{it-1} + \sum_k \gamma_k x_{kit} + \alpha_i + \alpha_t + \mu_{it} \quad (\text{A.4})$$

### 1.3. Méthode d'estimation du modèle dynamique d'ajustement partiel

La méthode d'estimation économétrique utilisée est la méthode des moments généralisés (MMG) proposée par Arellano & Bond (1991). Le choix de cette méthode, très utilisée dans la littérature empirique récente en particulier en macroéconomie et en finance (Greene, 2011) s'impose compte tenu du type de données et du modèle analysé.

En effet, la méthode des moments généralisés est recommandée pour les panels dynamiques car elle permet de corriger plusieurs biais potentiels introduits par le caractère autorégressif des modèles dynamiques. L'utilisation d'une variable explicative retardée  $CASH_{it-1}$  pose le problème d'instantanéité avec le terme d'erreur résiduelle  $\mu_{it}$  car si la variable  $CASH_{it}$  est corrélée à  $\mu_{it}$ , alors  $CASH_{it-1}$  l'est également, rendant les estimateurs économétriques classiques comme les moindres carrés ordinaires ou les modèles à effets fixes biaisés et inconsistants sur l'équation du modèle d'ajustement dynamique (Nickell, 1981).

La variable dépendante  $CASH_{it}$  est fonction de caractéristiques spécifiques, elle est corrélée aux effets individuels  $\mu_{it}$  ce qui mènerait à une surestimation du coefficient de  $CASH_{it-1}$  et par conséquent à une sous-estimation du coefficient d'ajustement.

La MMG est également efficace contre le problème d'endogénéité des variables dans la mesure où les chocs externes susceptibles d'affecter le niveau de liquidités détenues peuvent également affecter les variables explicatives. Une variation du taux d'intérêt par exemple, affectera le niveau d'actifs liquides mais également, l'endettement ou encore le total de l'actif et par conséquent l'ensemble des variables divisées par le total de l'actif (Marchica & Mura,

2008). La non-prise en compte du caractère endogène de la gestion des liquidités et l'application de la méthode des moindres carrés ordinaires sur des modèles autorégressifs risque de biaiser le coefficient d'ajustement à la hausse. A l'inverse l'utilisation du modèle à effets fixes (within) tend à biaiser le coefficient d'ajustement à la baisse (Roodman D. , 2009).

Cette méthode permet par ailleurs d'éviter le problème de causalité inverse. Il est possible, en effet, que les relations entre les actifs liquides et les variables explicatives soient le reflet de l'effet des liquidités sur ces variables et non l'inverse (Par exemple: le levier d'endettement est un facteur explicatif du niveau d'actifs liquides mais le levier est également lui-même déterminé par le niveau de liquidités détenues).

La MMG a été créée spécifiquement pour les régressions de données de panel avec une variable retardée. Cette méthode développée par Arellano et Bond (1991) permet d'utiliser la variable latente expliquée comme instrument afin d'éviter les biais d'endogénéité présentés plus haut même si on reproche parfois à ce choix de manquer de justifications théoriques.

$$CASH_{it} = \gamma_0 CASH_{it-1} + \sum_k \gamma_k X_{kit} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

L'estimation « GMM en niveaux » présente toutefois l'inconvénient de présence d'effets individuels  $\mu_i$  corrélés à la variable  $CASH_{it-1}$ . Arellano et Bond (1991) proposent d'utiliser un modèle estimé en différences premières afin d'éliminer ces effets. On obtient ainsi le modèle « GMM en différence » suivant :

$$CASH_{it} - CASH_{it-1} = \gamma_0 (CASH_{it-1} - CASH_{it-2}) + \sum_k \gamma_k (X_{kit} - X_{kit-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$$

Malgré les avantages de la forme différenciée de la MMG, celle-ci présente également certaines limites. En effet, ce modèle soulève le problème de la corrélation entre certaines variables indépendantes différenciées ( $CASH_{it-1} - CASH_{it-2}$  notamment) et le terme d'erreur différencié ( $\varepsilon_{it-1} - \varepsilon_{it-1}$ ). L'utilisation des différences premières empêche l'utilisation de variables fixes dans le temps. Par ailleurs, Arellano et Bover (1995) montrent que la faiblesse des variables retardées comme instruments ainsi que l'imprécision et le biais à la baisse des coefficients de corrélation de ce modèle.

Pour pallier ces faiblesses et pour obtenir une meilleure estimation, Blundel et Bond (1998) développent la méthode «MMG en système» à deux étapes qui combine les équations en différences premières avec les équations en niveau.

$$\begin{cases} CASH_{it} = \gamma_0 CASH_{it-1} + \sum_k \gamma_k X_{kit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \\ \Delta CASH_{it} = \gamma_0 \Delta CASH_{it-1} + \sum_k \gamma_k \Delta X_{kit} + \Delta \varepsilon_{it} \end{cases}$$

Blundell et Bond, (1998) ont montré que la méthode «MMG en système» est plus performante que les méthodes « en niveau » et « en différence » utilisées séparément.

L'estimation par la « MMG en Système » est retenue pour la présente étude. Elle est réalisée grâce à la commande Xtabond2 développée par Roodman (2007) pour le logiciel STATA. A cause du risque d'endogénéité et d'instantanéité, toutes les variables indépendantes financières spécifiques sont considérées comme endogènes.

#### 1.4. Hypothèses de travail et justification théorique des variables

L'analyse des travaux théoriques et empiriques a permis de dégager, outre les hypothèses de travail, les déterminants potentiels les plus pertinents pour l'étude de la décision de détention d'actifs liquides. Le sens des relations entre ces déterminants et les actifs liquides peut différer selon la théorie mobilisée.

##### 1.4.1. Les variables expliquées

La variable à expliquer est le niveau d'actifs liquides des entreprises. La mesure utilisée par Opler et al. (1999) est retenue : le montant des actifs liquides (disponibilités + valeurs mobilières de placement) divisé par le montant du total du bilan après soustraction du montant des actifs liquides (appelé dorénavant : actif net).

$$CASH_{it} = \frac{actifsliquides_{it}}{totalactif_{it} - actifsliquides_{it}}$$

Comme cette mesure présente l'inconvénient de créer des valeurs extrêmes pour les entreprises dont une part importante de leur actif est détenue sous forme liquide, deux autres mesures sont retenues. La première mesure est la plus courante, il s'agit du montant des actifs liquides divisé par le montant du total du bilan:

$$CASH_{it} = \frac{actifsliquides_{it}}{totalactif_{it}}$$

Alors que la deuxième se calcule par la division des actifs liquides sur les ventes de l'entreprise :

$$CASH_{it} = \frac{actifsliquides_{it}}{Chiffred'affaires_{it}}$$

#### 1.4.2. Les variables explicatives

Dix déterminants issus de la littérature théorique et empirique sont utilisés : la taille de l'entreprise, le levier d'endettement, les opportunités d'investissement, la tangibilité des actifs, la profitabilité, la volatilité des cash-flows, le risque de détresse financière, la distribution de dividendes, les dépenses de R&D et le besoin en fonds de roulement.

Le modèle statique peut être exprimé ainsi :

$$\begin{aligned} CASH_{it} = & \beta_1 Taille_{it} + \beta_2 Opport_{it} + \beta_3 Levier_{it} + \beta_4 Tangibilité_{it} + \beta_6 Rentbilité_{it} \\ & + \beta_6 Voltilité_{it} + \beta_7 Dividendes_{it} + \beta_8 Risque_{it} + \beta_9 RD_{it} \\ & + \beta_{10} BFR_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Le modèle dynamique peut être exprimé comme suit :

$$\begin{aligned} CASH_{it} = & \gamma_1 CASH_{it-1} + \gamma_1 Taille_{it} + \gamma_2 Opport_{it} + \gamma_3 Levier_{it} + \gamma_4 Tangibilite_{it} \\ & + \gamma_6 Rentbilite_{it} + \gamma_6 Volatilite_{it} + \gamma Dividendes_{it} + \gamma_8 Risque_{it} \\ & + \gamma_9 RD_{it} + \gamma_{10} BFR_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

#### 1.4.3. Justification des variables spécifiques

La revue de la littérature permet de choisir les variables explicatives pertinentes pour la présente étude. Chaque variable utilisée se justifie par son influence attendue sur le niveau

d'actifs liquides. Ces variables affectent les coûts de transaction, l'asymétrie informationnelle, les risques et / ou les coûts d'agence de la discrétion managériale.

- La taille de l'entreprise

Il convient de rappeler qu'il existe une divergence théorique sur la relation entre la taille de l'entreprise et le niveau de détention d'actifs liquides. En effet, selon les théories de l'arbitrage et du financement hiérarchique, la relation est supposée négative alors que pour la théorie de l'enracinement, elle est positive.

Du point de vue de la théorie de l'arbitrage, la taille agit négativement sur le niveau d'actifs liquides, car une taille élevée est associée à l'existence d'économies d'échelles des coûts de transaction (Baumol 1952, Miller et Orr 1966, Mulligan 1997). Dans cette perspective, le coût de détention d'actifs liquides décroît avec la hausse de la taille de l'entreprise. La taille est dans cet ordre d'idée un facteur qui influence également le coût du financement externe. En effet, les entreprises de grande taille sont moins exposées au risque de contraintes de financement car elles bénéficient d'une meilleure réputation sur le marché du crédit et d'un pouvoir de négociation plus fort avec les banquiers (un accès plus facile aux lignes de crédit par exemple) (Diamond, 1989).

En outre, les grandes entreprises, généralement plus diversifiées (Ozkan & Ozkan, 2004), encourrent moins de risques de détresse financière (Titman & Wessels, 1988). La taille interagit également avec la croissance et la rentabilité de l'entreprise, les entreprises de taille importante sont le plus souvent des entreprises matures générant d'importants niveaux de liquidités «des entreprises vaches à lait » et qui ont par conséquent moins besoin d'accumuler des liquidités par précaution.

De plus, selon la théorie du financement hiérarchique, la taille de l'entreprise est un indicateur inverse de l'asymétrie d'information entre l'entreprise et ses créanciers (Harris & Raviv, 1991; Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Gruninger & Hirschvogel, 2010 ). Les grandes entreprises sont mieux contrôlées et l'information est plus disponible alors que les entreprises de petite taille sont plus exposées à l'asymétrie informationnelle qui augmente le coût et l'accès au financement externe (Fazzari & Petersen, 1993). Par conséquent, les entreprises de petite taille, plus contraintes financièrement, devraient constituer des niveaux plus élevés de liquidités afin d'éviter le problème de sous-investissement.

### ***H.1.1.a. La taille des entreprises a un impact négatif sur le niveau d'actifs liquides.***

A l'inverse, selon la théorie du free cash-flow, la relation est réputée positive car plus la taille de l'entreprise est élevée, plus il est difficile aux actionnaires de contrôler la direction qui accumulera alors des fonds discrétionnaires. Cela s'explique par le fait que la taille constitue un frein aux prises de contrôle et favorise par conséquent l'enracinement des dirigeants notamment par le contrôle des ressources financières. Autrement dit, les dirigeants qui ont une préférence pour la croissance excessive et la construction d'empires peuvent se permettre de détenir des niveaux excessifs de liquidités sans craindre la discipline des marchés.

### ***H.1.1.b. Il existe une relation positive entre la taille des entreprises et le niveau de détention d'actifs liquides***

La taille est mesurée par le logarithme naturel de l'actif total de l'entreprise.

- Le levier d'endettement

Le levier d'endettement est un déterminant majeur du niveau d'actifs liquides (Guney, Ozkan, & Ozkan, 2007) car il renseigne à la fois sur la capacité de l'entreprise à lever des fonds supplémentaires et sur son risque de détresse financière (Ozkan et Ozkan 2004). Cela dit, il n'existe pas encore de consensus théorique sur la nature de cette relation. Pourquoi ?

D'abord, du point de vue de la théorie de l'arbitrage, la relation est ambiguë. D'un côté, le levier est souvent utilisé comme un indicateur inverse de la capacité d'endettement des entreprises. En effet, les entreprises dont le levier d'endettement est élevé sont plus exposées au risque de détresse financière et leur capacité d'endettement s'en trouve restreinte. Plus le levier d'endettement est élevé, plus les entreprises sont de difficultés à accéder au financement externe et sont incitées à détenir davantage de liquidités par précaution.

### ***H.1.2.a Il existe une relation positive entre le levier d'endettement et liquidités.***

D'un autre côté, on peut ajouter que plus l'entreprise est endettée plus le coût de portage est élevé, c'est-à-dire, la différence entre le coût de la dette et le rendement des actifs liquides. Par conséquent, plus la dette est élevée, plus le coût d'opportunité du capital investi en actifs liquides est élevé car ces liquidités pourraient servir à rembourser la dette et diminuer par conséquent les charges d'intérêts payés (Baskin, 1987).

Cette ambiguïté, au niveau de la théorie de l'arbitrage, peut être résolue par les résultats de Guney, Ozkan et Ozkan (2007) qui montrent que la relation entre le levier d'endettement et le niveau d'actifs liquides n'est pas linéaire: à un faible niveau de levier, la relation est négative alors qu'à un niveau élevé d'endettement, la relation devient positive et les entreprises accumulent des réserves d'argent. L'effet du levier sur les actifs liquides dépendrait donc du niveau actuel d'endettement.

Ensuite, selon la théorie du financement hiérarchique, les entreprises ont une préférence pour l'autofinancement car l'endettement est relativement plus coûteux à cause de l'asymétrie d'information et des coûts d'agence de l'endettement. Le ratio d'endettement n'augmente que si les fonds internes sont insuffisants pour financer les investissements. A l'inverse, le ratio d'endettement diminue lorsque les fonds internes deviennent supérieurs aux dépenses d'investissement. Par conséquent, l'endettement est considéré comme un « substitut » aux réserves de liquidités: plus le levier d'endettement est élevé moins l'entreprise accumule de réserves d'actifs liquides (John 1993).

Enfin, selon la théorie du free cash-flow, l'endettement est un mécanisme de gouvernance qui réduit la latitude discrétionnaire des dirigeants et qui les force à dégorger les excédents de liquidités (Jensen, 1986). Par conséquent, la relation attendue est négative.

#### ***H.1.2.b. Il existe une relation négative entre le levier d'endettement et les liquidités.***

La variable « levier » est mesurée par le ratio: (dettes / total actif) et la variable « levier<sup>2</sup> » est également retenue afin de vérifier l'existence d'une relation curvilinéaire.

- Les opportunités d'investissement

Pour Myers (1977), la valeur de marché d'une entreprise comprend la valeur des actifs en place augmentée de la valeur des opportunités de croissance. Les entreprises dont la valeur est fortement déterminée par leurs opportunités de croissance font face à une plus grande asymétrie informationnelle (Myers et Majluf, 1984). Le risque de sous-investissement est par conséquent d'autant plus important que les opportunités d'investissements rentables sont importantes. Selon la POT, les entreprises disposant d'opportunités de croissance ont un recours préférentiel à l'autofinancement afin d'éviter le sous-investissement et de préserver leur flexibilité financière (Myers S. , 1977; McConnel & Servaes, 1995).

De plus, étant des actifs intangibles par nature, les opportunités d'investissement ne peuvent servir de collatéral à un contrat de prêt et restreignent la capacité d'endettement de l'entreprise. En cas de liquidation de l'entreprise, les opportunités d'investissements ne peuvent pas être cédées, perdent leur valeur et augmentent les coûts de détresse financière (Ozkan & Ozkan, 2004; Drobetz & Grüninger, 2007; Guney, Ozkan, & Ozkan, 2007). Ainsi, du point de vue de la TOT également, les entreprises disposant d'opportunités de croissance sont d'autant plus incitées à couvrir le risque de détresse financière notamment par le biais de l'accumulation d'actifs liquides.

***H.1.3.a Plus les opportunités d'investissement sont importantes plus les entreprises accumulent de liquidités.***

Considéré sous l'éclairage de la théorie du free cash-flow (Jensen 1986), le risque de surinvestissement est plus important en présence de fonds discrétionnaires et de faibles opportunités d'investissement car les dirigeants accumuleraient des liquidités afin de poursuivre leurs propres objectifs au lieu de les distribuer aux actionnaires (Poincelot 1999, Ferreira et Vilela 2004, Drobetz et Grüninger 2007, Opler, et al. 1999).

***H.1.3.b Plus les opportunités d'investissement sont faibles plus les entreprises accumulent de liquidités.***

Les opportunités de croissance sont mesurées par le ratio  $Q$  de Tobin (1969) défini comme la valeur de marché des capitaux propres plus la valeur de la dette, les deux divisées par la valeur comptable de l'entreprise. Comme la valeur comptable des actifs ne comprend pas les opportunités de croissance, le ratio sera d'autant plus élevé que l'entreprise dispose d'opportunités de croissance.

- La tangibilité des actifs

Parmi les indicateurs pertinents, la tangibilité des actifs est souvent utilisée pour mesurer la capacité d'endettement de l'entreprise (Williamson 1988, Shleifer et Vishny 1992, Almeida et Campello, 2007) dans la mesure où les actifs tangibles représentent les garanties offertes par l'emprunteur aux créanciers.

Dans la perspective de la théorie de l'arbitrage, les actifs intangibles diminuent le niveau de détention d'actifs liquides. Les actifs tangibles sont plus facilement redéployables et peuvent

être aisément cédés afin de servir de collatéral en cas de liquidation (Rajan & Zingales, 1995; John T. , 1993; Berger, Ofek, & Yermack, 1997) alors que les actifs intangibles (« le savoir », les compétences humaines, l'actif immatériel, les investissements en R&D...) sont quant à eux plus difficiles à céder, ne peuvent pas servir de garantie et restreignent par conséquent la capacité d'endettement de l'entreprise (Titman & Wessels, 1988).

Du point de vue de la théorie du financement hiérarchique, la capacité d'endettement externe est une fonction positive de la tangibilité des actifs (Almeida & M. Campello, 2007). Plus une entreprise dispose d'actifs tangibles, moins elle sera soumise à l'asymétrie informationnelle (Harris et Raviv, 1991), et aura facilement accès au financement externe. La tangibilité des actifs sécurise la dette et réduit le risque d'opportunisme (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984 ; Frank & Goyal, 2003).

Pour toutes ces raisons, la tangibilité des actifs est présentée par la littérature financière comme un déterminant important de la structure financière des entreprises. Il est judicieux de tester son impact sur le niveau de détention d'actifs liquides par les entreprises. L'hypothèse suivante est retenue :

***H.1.4. Le niveau des actifs liquides est faible lorsque les actifs tangibles représentent une part importante des actifs des entreprises.***

La mesure de la tangibilité adoptée ici est le ratio: Actif immobilisé / total actif.

- La profitabilité

Même si le cash-flow représente la principale source d'actifs liquides, la relation entre le cash-flow et la détention d'actifs liquides n'est pas moins ambiguë. D'un côté, selon les prédictions de la théorie du financement hiérarchique, les entreprises ont tendance à accumuler plus de liquidités lorsque le cash-flow est élevé. Comme les entreprises ont une préférence pour l'autofinancement, les firmes disposant d'importants niveaux de cash-flows le conservent et constituent des réserves de liquidités afin de financer les investissements, de distribuer des dividendes et de rembourser les dettes (Opler et al. 1999, Ozkan et Ozkan 2004, Ferreira et Vilela 2004).

De plus, selon la théorie du free cash-flow de Jensen (1986), le risque d'accumulation excessive de free cash-flows est d'autant plus important que l'entreprise est rentable et dégage d'importants niveaux de cash-flows.

***H.1.5.a Il existe une corrélation positive entre détention d'actifs liquides et la profitabilité des entreprises.***

D'un autre côté, selon la théorie de l'arbitrage, le cash-flow représente une source immédiate de liquidités et peut être envisagé comme un substitut aux réserves de liquidités pour financer les investissements. Par ailleurs, les entreprises les plus rentables ont une préférence pour la dette du fait de la déductibilité des intérêts et sont donc moins incitées à conserver des liquidités. Enfin, les entreprises les plus rentables sont jugées moins risquées et bénéficient d'un accès plus facile au financement externe (Rajan & Zingales, 1995). Les entreprises les plus rentables disposent de plus de capacités de remboursement des dettes et par conséquent de capacités d'endettement supplémentaires. La relation serait donc négative (Kim et al., 1998). Enfin, plus l'entreprise est rentable, plus l'attractivité de l'investissement en actifs liquides diminue et plus le coût d'opportunité du capital investi en actifs liquides augmente pénalisant ainsi la détention de liquidités.

***H.1.5.b Il existe une corrélation négative entre détention d'actifs liquides et la profitabilité des entreprises.***

Suivant Opler et al. (1999), la profitabilité est mesurée par le ratio du résultat courant avant impôts sur l'actif total.

- La volatilité du cash-flow

La volatilité du cash-flow représente une variable tout aussi importante. Plus le cash-flow des entreprises est volatile, plus le risque de décalage entre les recettes et les dépenses est élevé et plus les entreprises risquent de se retrouver en déficit de trésorerie et partant incapables de faire face à leurs engagements. La volatilité du cash-flow augmente le risque de détresse financière ainsi que le coût du financement externe.

De plus, le risque de sous-investissement est particulièrement important chez les entreprises dont le cash-flow est volatile. Minton et Schrand (1999) indiquent qu'il existe un effet direct de la volatilité du cash-flow sur l'investissement. Les auteurs avancent qu'en cas de baisse

des revenus internes, les entreprises ne réagissent pas en compensant le déficit par la hausse du financement externe ou en reportant les investissements pour les coïncider avec le cash-flow, mais elles ont plutôt tendance à renoncer à leurs investissements rentables. Cela s'explique par le coût du financement plus élevé exigé par les créanciers pour financer des entreprises dont le résultat est volatile.

Ainsi, que ce soit du point de vue de la TOT ou de la POT, les entreprises, dont le cash-flow est incertain, accumulent davantage de liquidités (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Cleary, 1999; Almeida, Campello, & Weishbach, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; Booth & Cleary, 2008; Bates, Kahle, & Stulz, 2009; Gaud & Jani., 2002)

Du point de vue de la théorie du free cash-flow, la relation entre volatilité du cash-flow et le niveau de détention d'actifs liquides est également positive. Les dirigeants averse au risque préfèrent renoncer à des investissements rentables en cas d'insuffisance de cash-flow plutôt que de recourir au financement externe et subir le contrôle des marchés. De plus, les entreprises dont le cash-flow est incertain sont plus exposées aux problèmes d'agence car plus le cash-flow d'une entreprise est volatile, plus il sera difficile aux actionnaires de déterminer si les variations du cash-flow sont causées par la direction de l'entreprise ou par des facteurs lui échappant (Bradley, Capozza, & Seguin, 1998).

#### ***H.1.6. La volatilité du cash-flow augmente le niveau de détention d'actifs liquides.***

La volatilité du cash-flow est mesurée par l'écart type du cash-flow sur la période de l'étude.

- Le risque de détresse financière

Une entreprise est en détresse financière lorsque ses liquidités internes sont insuffisantes pour satisfaire ses engagements financiers. Afin de ne pas être obligées de céder des actifs, diminuer les versements de dividendes ou les dépenses d'investissement ou de faire faillite, par précaution, les entreprises dont les risques sont importants sont plutôt incitées à constituer des réserves de liquidités pour servir de « coussin de protection » et réduire la probabilité de détresse financière et ses coûts associés (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Kalcheva & Lins, 2007). Une politique de couverture efficace du risque de détresse financière consiste donc à garantir la disponibilité de liquidités suffisantes dans tous les états du monde. La relation entre probabilité de détresse financière et détention d'actifs liquides serait donc positive.

***H.1.7.a Il existe une corrélation positive entre détention d'actifs liquides et la probabilité de détresse financière.***

Par contre, selon Kim, Mauer et Sherman (1998), la relation entre probabilité de détresse financière et détention d'actifs liquides est négative, car il est peu probable que les entreprises se trouvant en situation de détresse financière disposent de niveaux confortables de trésorerie du fait qu'elles utilisent les réserves de liquidités pour honorer leurs obligations. Si par ailleurs l'on considère l'effet incitatif de la dette (Jensen 1986, Grossman et Hart 1980, etc.), le risque de faillite devrait pousser les entreprises à détenir un niveau de liquidités conforme à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale et à distribuer les excès de liquidités.

***H.1.7.b Les liquidités sont négativement corrélées à la probabilité de détresse financière***

Le risque de détresse financière est mesuré par l'inverse du modèle de prévision de faillite Z-score développé par Altman (1968)<sup>67</sup>.

$$Z.\text{score} = 3.3 \frac{EBIT}{\text{Totalactif}} + 1.0 \frac{\text{Ventes}}{\text{Totalactif}} + 1.4 \frac{\text{Profitsretenus}}{\text{Totalactif}} + 0.6 \frac{\text{Capitalisationboursière}}{\text{Valeurcomptabledeladette}}$$

- La distribution de dividendes

La relation entre distribution de dividendes et détention d'actifs liquides est supposée négative (par les trois théories : la théorie de l'arbitrage, la théorie du financement hiérarchique et la théorie du free cash-flow) car selon la théorie de l'arbitrage, en cas de besoin de financement, les entreprises ont la possibilité de revoir à la baisse, de reporter ou d'annuler des dividendes.

Du point de vue de la théorie du financement hiérarchique, la distribution régulière de dividendes est un signal de bonne santé financière qui réduit l'asymétrie informationnelle entre l'entreprise et les apporteurs de fonds.

---

<sup>67</sup> Suivant Kim et al. (1998) et Drobetz et Grüninger (2007), le terme de l'équation mesurant les liquidités est écarté afin d'éviter d'expliquer les liquidités par elles-mêmes.

Enfin, pour la théorie du free cash-flow, la distribution de dividendes est considérée comme un indicateur de bonne gouvernance d'entreprise (Grossman & Hart, 1980; Easterbrook F. H., 1984; Jensen M. , 1986). En effet, la distribution de dividendes est présentée comme un mécanisme indirect de gouvernance qui écarte les problèmes de détention opportuniste et excessive de liquidités par les dirigeants.

***H.1.8.a. Plus les entreprises distribuent des dividendes, moins elles accumulent des actifs liquides.***

Toutefois, en considérant que les entreprises sont peu enclines à diminuer ou annuler les versements de dividendes pour éviter d'envoyer un signal négatif au marché (Lintner, 1956; Brav, Graham, Harvey, Michaely, & R., 2005), on peut considérer qu'elles préfèrent éviter une pénurie de liquidités qui les empêcherait d'assurer leurs programmes de distribution de dividendes. La relation positive entre la distribution de dividendes et le niveau de détention de liquidités serait par conséquent d'autant plus forte que le coût de l'omission ou de la réduction des dividendes est élevé pour l'entreprise.

***H.1.8.b. Plus les entreprises distribuent des dividendes, plus elles accumulent des actifs liquides.***

La variable retenue est le total des dividendes distribués durant l'exercice sur le total de l'actif.

- Les dépenses en recherche et développement

La relation attendue entre dépenses en R&D et les actifs liquides est positive pour trois principales raisons : premièrement, selon la théorie de l'arbitrage, les investissements en R&D augmentent les coûts de détresse financière car ils représentent un actif spécifique à l'entreprise et difficilement redéployable dans d'autres industries. Ils ne peuvent par conséquent servir de garantie à un contrat de financement externe. Deuxièmement, du point de vue de la théorie du financement hiérarchique, l'asymétrie informationnelle est forte autour des projets de R&D (Opler & Titman, 1994). Ainsi, plus l'entreprise est intensive en R&D, plus elle préfère recourir aux liquidités internes comme source de financement. Enfin, troisièmement, selon la FCF, les liquidités augmentent les dépenses en R&D destructrices de valeur. Les dirigeants qui disposent de liquidités discrétionnaires préfèrent investir dans des

projets de R&D (même s'ils s'avèrent peu rentables) plutôt que de retourner les liquidités aux actionnaires Jensen (1986).

***H.1.9. Plus les entreprises investissent en projets de R&D, plus elles accumulent des liquidités.***

La variable « R&D » correspond au ratio dépenses de R&D sur l'actif total

- Le besoin en fonds de roulement

Nous parvenons ainsi à la déclinaison de la dernière variable : le besoin en fonds de roulement (hors actifs liquides). Plus le BFR est élevé, plus les obligations à court terme de l'entreprise sont faibles et plus les stocks et créances sont importants. Comme les stocks et les créances peuvent être rapidement convertis en liquidités, le BFR constitue une source alternative de liquidités.

La relation attendue entre les actifs liquides et le BFR est par conséquent négative.

***H.1.10. Le BFR est négativement lié à la détention d'actifs liquides.***

La variable « BFR » est calculée par la différence entre l'actif circulant net (moins les actifs liquides) et le passif circulant.

- Mesure des variables financières spécifiques

<i>Variable</i>	<i>Mesure</i>
Taille	Logarithme du total de l'actif
Opportunités de croissance	Ratio Q de Tobin
Levier d'endettement	Total dettes / total actif
Cash-flow	RCAI / total actif
Volatilité du cash-flow	Ecart type du CF
Tangibilité des actifs	Actif immobilisé / total actif
Dividendes	Dividendes distribués / total actif
BFR	(Actif circulant net – actifs liquides) / total actif
Recherche & développement	Dépenses de R&D / Total actif
Risque de détresse financière	1 / Z-score

- Résumé des relations attendues entre la variable expliquée et les variables explicatives

<i>Variables</i>	<i>Prédictions théoriques</i>		
	TOT	POT	FCF
Taille	-	-	+
Opportunités de croissance	+	+	-
Levier	-	-	-
Levier <sup>2</sup>	+	-	-
Tangibilité	-	-	-
Profitabilité	-	+	+
Volatilité	+	+	+
Dividendes	-	-	-
Risque de faillite	+	+	-
BFR	-	-	-
R&D	+	+	+

## 2. L'impact des conditions macroéconomiques sur le niveau de détention d'actifs liquides

De nombreux travaux ont étudié la relation entre la liquidité et les variables intrinsèques des entreprises. Par contre, l'impact des variables macro-économiques sur la détention de liquidités est rarement étudié.

Dans cette section, ce facteur supplémentaire est pris en compte en raison de l'impact important qu'il pourrait avoir sur le niveau de liquidités des entreprises. Il s'agit de la variation des conditions macroéconomiques. En effet, si les facteurs spécifiques aux entreprises déterminent leur besoin en actifs liquides et leur facilité d'accès au financement externe, il est utile d'étudier également l'impact des facteurs macro-économiques sur la décision de détention d'actifs liquides.

### **H.1.11 Les conditions macro-économiques ont un impact significatif sur le niveau des actifs liquides des entreprises**

En plus d'analyser l'impact des facteurs macroéconomiques sur le niveau de détention d'actifs liquides, il est également intéressant de vérifier si les variables macro-économiques ont une influence sur la sensibilité du niveau d'actifs liquides aux différentes variables spécifiques étudiées dans la section précédente.

Le but est de vérifier si la relation entre la détention d'actifs liquides et ses déterminants spécifiques est influencée par les conditions macro-économiques. Ainsi, comme Chen et Mahajan 2010, des variables d'interaction entre variables spécifiques et variables macroéconomiques sont créées. Par exemple, durant les périodes d'expansion économique, les entreprises devraient détenir plus de liquidités afin de saisir leurs opportunités d'investissement. La vérification permettra ainsi de savoir si la croissance du PIB renforce la corrélation entre les opportunités d'investissement et le niveau d'actifs liquides détenus. Par ailleurs, durant les périodes de récession, les entreprises deviennent plus prudentes et conservent une partie plus importante de leur cash-flow sous forme de liquidités.

### **H.1.12 Les conditions macro-économiques ont un impact modérateur significatif sur la relation entre le niveau des actifs liquides et ses déterminants**

## 2.1. Spécification du modèle

A cette fin, six variables identifiées par la littérature comme représentatives de l'activité macro-économiques sont retenues pour l'étude : en plus du taux de croissance du PIB, du taux d'évolution de l'inflation et de l'indice du climat des affaires<sup>68</sup>, qui mesurent l'évolution de l'activité économique, trois variables supplémentaires sont mobilisées. Il s'agit du taux de rendement des bons du trésor, de la courbe des taux et du spread de crédit. Le modèle est spécifié comme suit :

$$CASH_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \sum_k \beta_k x_{kit} + \sum_j \gamma_j \delta_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{A. 5})$$

$x_{kit}$  représente la  $k$  ème variable spécifique de l'entreprise  $i$  à l'instant  $t$ .

$\delta_{jt}$  représente la  $j$  ème variable macroéconomique à l'instant  $t$ .

## 2.2. Les variables macro-économiques

**Le taux de rendement des bons du trésor à 3 mois** est utilisé pour mesurer le taux d'intérêt à court terme. Ce taux est réputé suivre l'évolution des cycles économiques (Il est élevé durant les périodes d'expansion et bas durant les récessions).

**La courbe des taux** (ou term spread) représente l'écart des taux d'intérêt à maturités différentes. C'est la différence entre le taux d'intérêt à long terme (des bons du trésor à 10 ans) et le taux d'intérêt à court terme (le taux interbancaire à 3 mois).

La courbe des taux suit une évolution contra-cyclique de l'activité économique. Elle est élevée durant une période de récession et faible durant une phase d'expansion (Fama E. F., 1990). La courbe des taux est considérée comme une variable prédictive de l'évolution de l'activité économique car elle reflète les anticipations et les effets de la politique monétaire. Trois raisons théoriques sont avancées dans la littérature : l'anticipation de la politique

---

<sup>68</sup> L'indice du climat des affaires est un indice synthétique calculé par l'INSEE à partir par d'une analyse factorielle de données d'enquêtes réalisées auprès d'industriels. Plus l'indice est élevé, plus les industriels considèrent favorablement la conjoncture macro-économique.

monétaire, l'effet de la politique monétaire et le lissage inter-temporel de la consommation. En effet, afin de réduire l'activité économique et l'inflation, la banque centrale adopte une politique monétaire restrictive en augmentant le taux d'intérêt à court terme. Comme le taux long augmente dans une proportion moindre que les taux courts (Estrella & Mishkin, 1997), le spread ainsi que les marges bancaires diminuent ce qui pousse les banques à rationner le crédit. Par ailleurs, en prévision d'une récession, les ménages anticipent une baisse de leurs revenus. Comme ils ont une préférence pour la stabilité de leur consommation, ils épargnent aujourd'hui afin de pouvoir continuer à consommer demain. Ils achètent des titres longs en vendant les titres courts. Le prix des titres longs augmente alors que le prix des titres courts diminue augmentant ainsi l'écart entre les deux taux (Sédillot, 2001). Ainsi, il est possible de prédire<sup>69</sup> l'évolution de l'activité économique grâce à la courbe de taux : une pente de taux positive est associée à une augmentation de l'activité économique future, de la consommation et de l'investissement (Estrella & Hardouvelis, 1991) et inversement.

Les entreprises peuvent s'endetter soit par recours à la dette bancaire soit par recours au marché obligataire. Le **spread (ou écart) de crédit** est défini comme le différentiel de qualités de signatures c'est à dire la différence entre les rendements d'une obligation émise par un emprunteur privé et celle émise par un emprunteur public (dont le risque de contrepartie est considéré comme nul). Le spread de crédit renseigne sur le risque de crédit et les coûts de transaction des entreprises (Chen & Mahajan, 2010). C'est le différentiel de taux exigé par les créanciers pour accepter le risque de l'opération. Ce risque dépend de facteurs spécifiques à l'emprunteur (solvabilité, levier financier...) mais également de facteurs de l'environnement économique (liquidité du marché obligataire, perspectives de l'économie<sup>70</sup>, évolution du marché de change...). Le spread a tendance à s'élargir durant les périodes de récession et à se réduire durant les phases d'expansion.

---

<sup>69</sup> De manière plus précise que par le recours aux enquêtes d'opinions (Estrella et Hardouvelis, 1991).

<sup>70</sup> La hausse du taux de rendement (hausse de la prime de risque) peut être due à la perception négative du marché de la qualité et de la capacité de remboursement de l'emprunteur. Le taux d'une obligation peut augmenter même si la détérioration de la qualité de l'emprunteur n'a pas réellement lieu.

Les données macro-économiques sont collectées des bases de données de l'INSEE et de la Banque de France.

### 3. Impact de la gouvernance d'entreprise sur le niveau de détention d'actifs liquides

Les motifs de précaution et de transaction supposent un comportement passif des dirigeants et un alignement parfait de leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Dans ce cadre, la décision de rétention de liquidités est une décision qui crée de la valeur pour les actionnaires. La théorie du free cash-flow de Jensen (1986) suppose quant à elle qu'il existe un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, que ces derniers sont opportunistes et ont tendance à accumuler des excès de liquidités afin de servir leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires.

Les dirigeants opportunistes ont une préférence pour la détention de liquidités car elles leur offrent la flexibilité financière nécessaire pour s'enraciner et s'affranchir du contrôle des actionnaires et des créanciers et pour élargir leur espace discrétionnaire leur permettant de choisir des projets d'investissement qui n'auraient pas été approuvés par les marchés financiers. Ce comportement opportuniste peut prendre diverses formes: La construction d'empires, la diversification excessive et le surinvestissement en acquisitions détruisant de la valeur (des projets d'investissement non rentables ou des gaspillages organisationnels).

Les actionnaires ont intérêt à limiter le pouvoir des dirigeants directement grâce à la gouvernance d'entreprise ou indirectement par le biais de la politique financière (politique de financement et de distribution) et les forcer à dégorger les excédents de trésorerie (Easterbrook 84, Jensen 86, Ditmar et al. 2003 etc.). Cette théorie suggère donc qu'une faible gouvernance d'entreprise est associée à un comportement accumulateur d'excès de liquidités; en particulier lorsque les opportunités d'investissement sont faibles (Ditmar et al. 2003, Ozkan et Ozkan 2006 Pinkowitz et. 2006, etc.) car comme le rappellent Myers et Rajan (1998), les actifs liquides peuvent être transformés à moindre coût en bénéfices privés par les dirigeants. Par conséquent, lorsque les dirigeants ne sont pas efficacement contrôlés, la détention de niveaux importants de liquidités est associée au surinvestissement et à la destruction de valeur actionnariale.

Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la détention de liquidités n'est pas pour autant évident car si d'un côté une détention forte de liquidités peut être interprétée comme le

résultat de l'incapacité des actionnaires à forcer les dirigeants à leurs distribuer le free cash-flow, d'un autre côté, on peut également considérer que les actionnaires qui contrôlent efficacement les dirigeants ne craignent pas une allocation opportuniste et sous optimale de ces liquidités et peuvent par conséquent permettre aux dirigeants d'en accumuler des niveaux importants afin d'éviter le problème de sous-investissement (La Porta, et al. 2000). Une troisième alternative suppose qu'en cas de présence d'un actionnaire de contrôle, ce dernier peut s'entendre avec les dirigeants afin de tirer des bénéfices privés du free cash-flow. Cette hypothèse est confirmée par Dittmar et Mahrt-Smith (2007) et Liu et Chang (2009) qui montrent que les entreprises américaines les mieux gouvernées détiennent plus de liquidités.

La relation est également ambiguë dans le cas où la gouvernance est faible puisque deux possibilités s'offrent aux dirigeants opportunistes dont le choix oscillera entre le surinvestissement immédiat et la flexibilité financière. En effet, les dirigeants opportunistes disposant de free cash-flow ont deux possibilités: ils peuvent soit privilégier dans leur arbitrage de « consommer sur place » ces liquidités en surinvestissant tout de suite, soit privilégier la flexibilité et l'indépendance des marchés des capitaux en conservant des excès de liquidités. Les dirigeants doivent donc arbitrer entre distribuer les liquidités aux actionnaires, les dépenser en investissements ou acquisitions ou encore les conserver. Le choix est complexe car, d'un côté, ils doivent choisir entre les bénéfices privés tirés d'un gaspillage rapide de ces ressources et la flexibilité offerte par leur accumulation, tout en arbitrant, d'un autre côté, entre la discipline causée par un gaspillage des ressources et celle d'une accumulation excessive manifeste des actifs liquides. (Harford, Mansi, & Maxwell, 2008).

### 3.1. Spécification du modèle

Le but de cette section est d'étudier la relation entre le niveau de détention d'actifs liquides et les principaux mécanismes de gouvernance d'entreprise : la structure de propriété, la composition du conseil d'administration et les caractéristiques des actions de l'entreprise.

Le modèle utilise en plus des variables financières, des variables de gouvernance :

$$CASH_{it} = \alpha + \sum_k \beta_k x_{kit} + \sum_e \sigma_j \rho_{eit} + \varepsilon_{it} \quad (\text{A. 6})$$

$x_{kit}$  représente la  $k$ ème variable spécifique de l'entreprise  $i$  à l'instant  $t$ .

$\rho_{eit}$  représente la  $e$ ème variable de gouvernance de l'entreprise  $i$  à l'instant  $t$ .

### 3.2. Présentation des variables de gouvernance

Quatre catégories de variables sont retenues. Il s'agit de variables relatives à la structure de propriété de l'entreprise, des variables représentant l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration et enfin des variables concernant les titres de l'entreprise.

#### 3.2.1. *La structure de propriété*

Trois caractéristiques de la structure de propriété sont étudiées en relation avec le niveau d'actifs liquides: le degré de concentration de l'actionnariat, l'identité de l'actionnaire de contrôle et enfin la propriété managériale.

##### 3.2.1.1. *La concentration de l'actionnariat*

Selon Jensen et Meckling (1976), la séparation entre propriété et contrôle au sein des entreprises managériales réduit leur efficacité car les dirigeants, dont les objectifs s'éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur, prennent des décisions incompatibles avec l'intérêt des actionnaires.

La concentration de l'actionnariat est un déterminant important de la forme organisationnelle car les actionnaires majoritaires sont plus incités à contrôler<sup>71</sup> les dirigeants et disposent de plus de marge de manœuvre pour imposer leur volonté (la distribution de dividendes notamment). On suppose donc que les managers ont plus de difficultés à détenir des niveaux excessifs de liquidités du point de vue actionnarial s'ils sont activement contrôlés par des actionnaires majoritaires. Il existe néanmoins une version alternative consistant à envisager une détention de liquidités supérieure dans les entreprises à forte concentration de l'actionnariat. D'un côté, on peut supposer que les actionnaires qui contrôlent efficacement l'équipe dirigeante ne craignent pas l'allocation opportuniste des actifs liquides et peuvent autoriser une détention excessive de liquidités. D'un autre côté, selon la théorie du tunneling,

---

<sup>71</sup> Le contrôle (ou monitoring) comprend l'ensemble des activités créatrices de valeur des actionnaires dans l'entreprise à travers l'acquisition d'informations, d'intervention et d'activisme actionnarial.

les actionnaires majoritaires peuvent s'entendre avec les dirigeants afin de tirer des bénéfices privés des ressources (notamment financières) de l'entreprise.

Deux variables sont retenues pour mesurer la concentration de l'actionnariat : « vote1 » représente le pourcentage des droits de vote détenus par le principal actionnaire et « vote3 » représente le pourcentage des droits de vote détenus par les 3 principaux actionnaires.

#### **H.1.13. La concentration de l'actionnariat a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

##### *3.2.1.2. La nature de l'actionnariat*

En plus de l'existence d'un actionnaire de contrôle, il est intéressant d'examiner son identité. En effet, les actionnaires ne forment pas un ensemble homogène. Certains actionnaires sont plus incités que d'autres à contrôler activement les dirigeants. Pour cette raison, une distinction entre l'actionnariat familial, institutionnel et dispersé est ainsi faite dans l'analyse.

L'actionnariat familial/institutionnel est mesuré par une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque l'actionnaire de contrôle est un actionnaire familial/institutionnel et 0 dans le cas contraire. Suivant la méthode de La porta et al. (1999), une entreprise est considérée comme familiale si au moins 20% du capital est contrôlé par une personne physique ou une famille.

#### **H.1.14. L'actionnariat familial a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

#### **H.1.15. L'actionnariat institutionnel a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

##### *3.2.1.3. La participation des dirigeants au capital*

Selon Jensen et Meckling (1976), des conflits d'agence apparaissent dès lors que les dirigeants ne détiennent pas 100% du capital de leurs entreprises. Ces conflits d'agence portent, entre autres, sur le niveau et l'utilisation des excès de liquidités (Jensen 1986). En effet, selon la théorie du free cash-flow, si les managers préfèrent une détention excessive de liquidités afin de les allouer de manière discrétionnaire et sous-optimale du point de vue de l'objectif de maximisation de la valeur (empire building, avantages, gaspillages

organisationnels...), les actionnaires, quant à eux, préfèrent que ces excès de liquidités leurs soient retournés.

D'un point de vue théorique, la participation des dirigeants au capital devrait résoudre ce conflit d'intérêts (Jensen et Meckling, 1976). C'est la théorie de l'alignement des intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. Dans ce cas, les entreprises dont les dirigeants participent au capital social ne devraient pas détenir des niveaux excessifs de liquidités.

Cela dit, le lien entre la participation des dirigeants au capital et la performance de l'entreprise n'est pas toujours confirmé. Certains auteurs soulignent que le risque d'opportunisme et d'enracinement des dirigeants est d'autant plus important que le niveau de participation est élevé (Shleifer et Vishny 1989, Charreaux 1996). Cette relation a été démontrée chez les entreprises anglaises par Ozkan et Ozkan (2004) qui suggèrent que la relation entre liquidités et participation du dirigeant au capital de l'entreprise est curvilinéaire.

Nous estimons la propriété managériale par le pourcentage du capital détenu par les dirigeants. La variable est portée au carré et au cube afin de vérifier l'existence d'une relation non-linéaire entre propriété managériale et détention d'actifs liquides.

#### **H.1.16. La participation des dirigeants au capital a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

##### *3.2.2. La composition du conseil d'administration*

Le conseil d'administration est élu par les actionnaires et a pour principales obligations de définir et de veiller à la stratégie de l'entreprise ainsi que de contrôler les actions de la direction. C'est un des mécanismes de limitation de l'enracinement et de l'expropriation des ressources de l'entreprise les plus étudiés en gouvernance d'entreprise. Toutefois, l'efficacité du contrôle du CA est relative à sa composition.

Ainsi, trois variables sont étudiées: la taille, l'indépendance du conseil ainsi que le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général de l'entreprise.

#### **H.1.17. La taille du conseil d'administration a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

**H.1.18. L'indépendance du conseil d'administration a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

**H.1.19. Le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général de l'entreprise a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

### *3.2.3. Les caractéristiques des titres de l'entreprise*

Les variables relatives aux titres de l'entreprise étudiées sont le respect du principe « une action = un vote » et la cotation à l'étranger.

#### *3.2.3.1. Le respect du principe « une action = un vote »*

L'environnement institutionnel français permet aux entreprises d'émettre des actions qui renforcent le pouvoir de l'actionnaire de contrôle (actions à doubles ou multiples droits de vote, actions sans droits de vote). L'émission de ces classes d'actions et par conséquent le non-respect du principe « une action = un vote », risque d'augmenter les conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et les autres actionnaires. En effet, les actionnaires bénéficiant d'un avantage disproportionné de droit de vote pourraient en profiter pour extraire des bénéfices privés du cash-flow de l'entreprise au détriment des autres actionnaires.

La variable « séparation » entre droits de propriété et droits de vote est retenue. Elle est calculée par le ratio : Pourcentage des droits de vote / pourcentage des actions détenus par l'actionnaire de contrôle.

**H.1.20. La séparation entre les droits de propriété et les droits de vote a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

#### *3.2.3.2. La cotation à l'étranger*

La cotation des entreprises à une bourse étrangère (en plus de la cotation sur la place financière domestique) est un phénomène qui a pris de l'ampleur depuis les années 80 du fait des progrès technologiques, de la libéralisation des mouvements des capitaux et du développement des codes de bonnes pratiques de gouvernance.

Les entreprises françaises cotées sur une place boursière étrangère doivent adopter les lois et règlements de gouvernance de deux pays. La cotation à l'étranger ; en particulier dans des pays où les lois de protection des actionnaires (notamment en matière de communication

financière) sont plus strictes; est considérée comme un mécanisme de dédouanement des entreprises qui souhaitent ainsi signaler leur engagement à améliorer leur système de gouvernance et à créer de la valeur pour leurs actionnaires (Coffee, 2002).

La cotation sur des marchés étrangers est corrélée à la divulgation volontaire d'informations afin de réduire les coûts d'agence avec les actionnaires étrangers. Elle permet donc aux entreprises de signaler leur qualité, d'élargir leurs bases d'actionnariat, d'améliorer leur gouvernance et de diminuer leurs coûts des fonds propres suite à la diminution des coûts de transaction et de l'asymétrie informationnelle.

Chouinard & D'Souza (2004) montrent que les entreprises innovantes, de haute technologie et à vocation d'exportation connaissant une croissance rapide et un faible recours à l'endettement sont particulièrement attirées par les places américaines puisque la gouvernance des pays anglo-saxons est réputée plus efficace (Laporta et al. 1999).

**H.1.21. La cotation à l'étranger des titres de l'entreprise a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.**

- Mesure et codage des variables explicatives de gouvernance

Variabes	Mesures
<b>Actionnariat</b>	
Concentration de l'actionnariat	Pourcentage du capital détenu par les 3 principaux actionnaires
Actionnaire majoritaire	Pourcentage du capital détenu par l'actionnaire de contrôle
Actionnariat familial	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque le contrôle est exercé par une famille
Fondateur	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque la direction est assurée par le fondateur de l'entreprise
Dirigeant familial	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque le dirigeant est un membre de la famille de contrôle.
Actionnariat institutionnel	Pourcentage du capital détenu par des investisseurs institutionnels
Actionnariat managérial	Pourcentage du capital détenu par les dirigeants
Structure pyramidale	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque la structure du contrôle est pyramidale
<b>Conseil d'administration</b>	
Taille du CA	Nombre d'administrateurs
Indépendance du CA	Nombre d'administrateurs indépendants
Séparation fonctions de P&DG	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsqu'il ya séparation des fonctions de président du CA et de directeur général.
<b>Actions de l'entreprise</b>	
Séparation	Pourcentage des droits de vote / pourcentage des actions détenues par l'actionnaire de contrôle.
Cotation à l'étranger	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur une place boursière étrangère.

## SECTION II - PRESENTATION ET DISCUSSION DES RESULTATS

### 1. Présentation des caractéristiques de l'échantillon

#### 1.1. Sélection de l'échantillon

La population cible est composée des entreprises de l'indice boursier Cac All Tradable (ex SBF 250). Cependant pour le besoin de l'étude, les entreprises du secteur financier sont écartées à cause de la spécificité de leurs besoins de liquidités. Les entreprises dont les données sont manquantes ou qui ne sont pas cotées en continu sur toute la période de l'étude sont également éliminées.

L'échantillon est ainsi un panel cylindré composé de 202 entreprises sur la période 2000-2010. Comme certaines de nos mesures nécessitent le calcul de variations pour obtenir des variables latentes, la période d'étude débute en 1999 soit un total de 2424 observations firme/année.

Les données financières sont collectées sur la base de données financières « Infinancials » et les données de gouvernance sont collectées manuellement dans les rapports annuels des entreprises.

**TABLEAU 1 : ECHANTILLON DE L'ETUDE**

	Entreprises	Observations
<b>Echantillon de départ</b>	350	4200
<b>- Entreprises financières</b>	-47	-506
<b>- Informations boursières manquantes</b>	-50	-605
<b>- Informations comptables manquantes</b>	-47	-546
<b>Entreprises étudiées</b>	202	2424

#### 1.2. Traitement des données extrêmes

Malgré le contrôle des données aberrantes (total actif ou endettement négatifs notamment), il demeure dans les données différentes variables présentant des observations extrêmes qui

risquent de biaiser les résultats des régressions. Par exemple, la société Nicox présente un ratio de liquidités sur total actif de 95%).

Ces observations extrêmes peuvent être traitées de deux manières : soit par leur simple exclusion soit par leur « winsorisation ». Cette deuxième option, qui consiste à donner aux observations extrêmes la valeur de l'observation « acceptable » la plus proche, est retenue afin d'éviter une perte trop importante de données et donc de signification statistique.

Conformément à la littérature, ces observations extrêmes sont détectées au niveau du 1<sup>er</sup> et du 99<sup>ème</sup> percentile. Ainsi, toute observation supérieure (inférieure) au 99<sup>ème</sup> (1<sup>er</sup>) percentile est remplacée par la valeur du 99<sup>ème</sup> (1<sup>er</sup>) percentile. Cela revient à ne pas donner de signification statistique aux observations supérieures (inférieures) au 99<sup>ème</sup> (1<sup>er</sup>) percentile.

Exemple : Le 99<sup>ème</sup> percentile de la variable « ratio de liquidités » étant égal à 0.7234, toute observation supérieure à 0.7273 est ramenée à 0.7273.

### 1.3. Ventilation de l'échantillon par secteurs d'activités

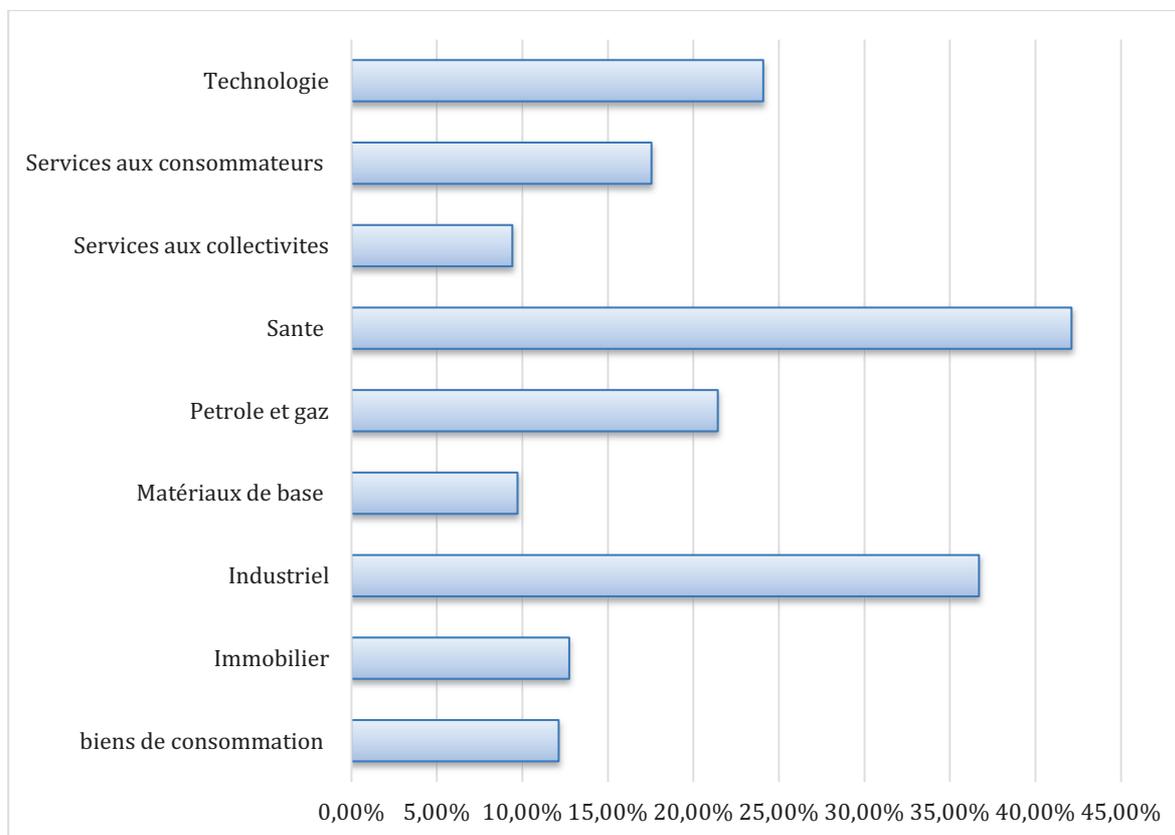
La classification sectorielle est celle de l'ICB de niveau 1 décomposant l'indice en 10 industries (sauf le secteur financier) comme présenté dans le tableau suivant :

**TABLEAU 2 : REPARATION DE L'ECHANTILLON PAR SECTEUR D'ACTIVITE**

	Secteurs	Effectifs	Pourcentages
1	Biens de consommation	43	21%
2	Immobilier	7	3%
3	Industriel	44	22%
4	Matériaux de base	3	1%
5	Pétrole et gaz	4	2%
6	Santé	13	6%
7	Services aux collectivités	3	1%
8	Services aux consommateurs	34	17%
9	Technologie	51	25%
	Total	202	100%

Le graphique ci-dessus présente la moyenne de détention d'actifs liquides par secteur d'activité en 2010.

**FIGURE 11 : NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES PAR SECTEURS D'ACTIVITES**



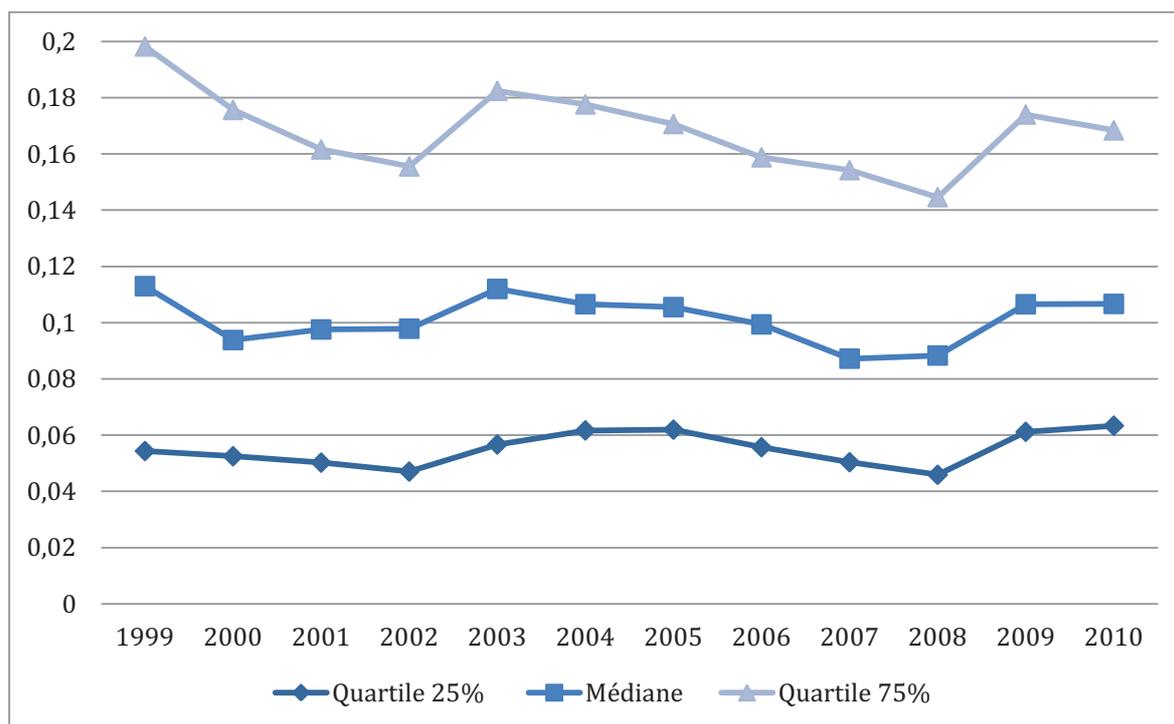
Le secteur de la santé arrive en tête avec un niveau de détention d'actifs liquides très élevé (42,12% de l'actif total) suivi par le secteur industriel (36,71%), le secteur technologique (24,09%), le secteur énergétique (21,43%) et le secteur des services aux consommateurs (17,55%).

Les secteurs au sein desquels les entreprises détiennent le moins de liquidités sont le secteur immobilier (12,75%), le secteur des matériaux de base (9,72%) et enfin le secteur des services aux collectivités (9,42%).

#### 1.4. Evolution du niveau de détention d'actifs liquides sur la période de l'étude

Le graphique suivant présente l'évolution du niveau d'actifs sur la période de l'étude.

**FIGURE 12: EVOLUTION DU NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES ENTRE 1999 ET 2010**



## 2. Explication du niveau d'actifs liquides des entreprises : Vers la complémentarité des théories de l'arbitrage et du financement hiérarchique

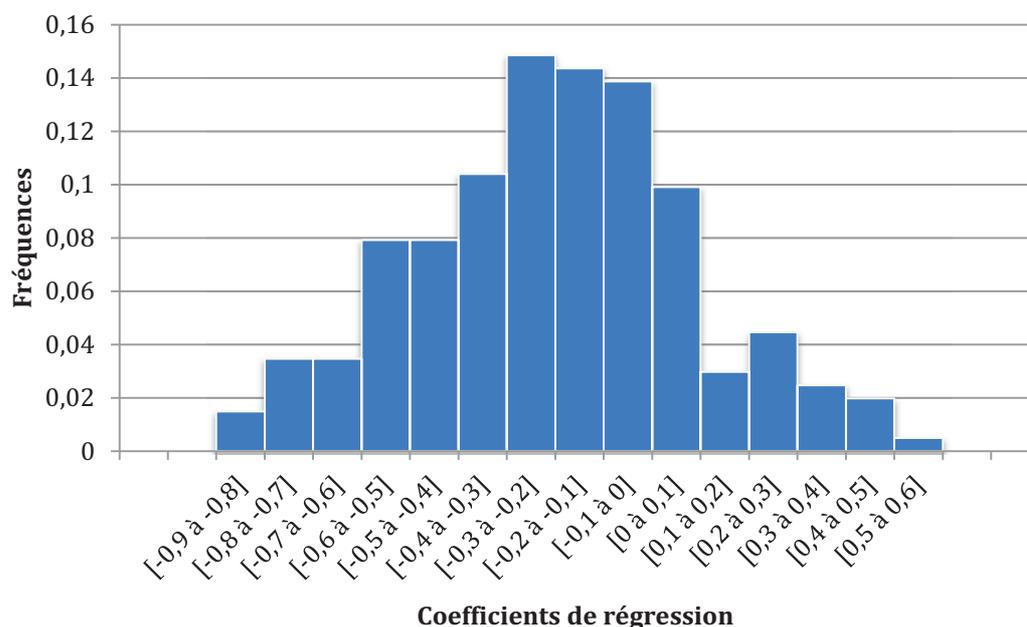
Est-ce que les entreprises poursuivent un niveau cible d'actifs liquides ? Pour répondre à cette question, le modèle autorégressif du niveau d'actifs liquides est utilisé.

$$\Delta \text{Cash}_t = \alpha + \beta \Delta \text{Cash}_{t-1} + \varepsilon_t$$

Afin de confirmer la théorie de l'arbitrage, le signe du coefficient  $\beta$  du modèle autorégressif doit être négatif. Dans le cas contraire, le niveau de liquidités ne présentera pas d'autocorrélation négative dans le temps et il sera possible de rejeter l'hypothèse de l'existence d'un niveau cible de liquidités.

Le graphique ci-dessous présente la distribution des coefficients  $\beta$  du modèle autorégressif réalisé pour chaque entreprise de l'échantillon.

**FIGURE 13: DISTRIBUTION DES COEFFICIENTS  $\beta$  DU MODELE AUTOREGRESSIF DU NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES**



La médiane des coefficients  $\beta$  du modèle autorégressif du niveau d'actifs liquides présente une valeur négative (-0,1992) ce qui indique que la variation du niveau de liquidité en  $t+1$  est négativement liée à la variation du niveau actuel. Ce lien négatif est révélateur du phénomène de retour à la moyenne du ratio de liquidités dans le temps. Les entreprises poursuivent un niveau cible de détention d'actifs liquides dont elles préfèrent ne pas s'écarter (à la hausse comme à la baisse) en réajustant graduellement leur niveau de liquidités vers ce niveau. Ce processus d'ajustement partiel s'effectue lorsque le niveau de liquidités est excédentaire par l'augmentation des distributions de dividendes, des dépenses d'investissement, de remboursement des dettes, des dépenses en R&D, de publicité ou encore de la rémunération des dirigeants (Opler et al. 1999). Lorsque le niveau de liquidités est déficitaire, l'ajustement se fait de manière inverse par le recours au financement externe, la renégociation de contrats de financement existants, la diminution des distributions de dividendes, des dépenses d'investissement ou encore la cession d'actifs.

Le modèle autorégressif (1) du niveau d'actifs liquides est également réalisé pour l'ensemble des entreprises simultanément (et non séparément pour chacune comme dans le test précédent). Le coefficient trouvé est également négatif et significatif au seuil de 1% (-0,228\*\*\*) confirmant ainsi le résultat précédent.

**TABLEAU 3 : CARACTERISTIQUES DES ENTREPRISES PAR QUARTILE DU NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES**

VARIABLES	(1) $\Delta CASH$	(2) $\Delta CASH$	(3) $\Delta CASH$	(4) $\Delta CASH$	(5) $\Delta CASH$
$\Delta CASH_{it-1}$	-0.228***				
$CASH_{it}^* - CASH_{it-1}$		0.537***			0.518***
<i>DEFICIT</i>			-0.088***		-0.066***
<i>DIVIDENDES</i>				-0.1887***	
$\Delta BFR$				-0.0209***	
CAPEX				-0.1874***	
PLTD				0.0248	
CASHFLOW				0.0997***	
Constante	-0.00159	-0.00180	0.00377*	0.00007	0.0019*
Observations	2020	2222	2222	2222	2222
$R^2$	0.065	0.308	0.056	0.037	0.339

Seuils de significativité: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

L'existence d'un niveau cible de détention d'actifs liquides est également confirmée par le coefficient positif et significatif du modèle (2) qui montre l'existence d'un processus d'ajustement partiel vers le niveau cible  $CASH_{it}^*$ .

Par contre, le coefficient de déterminants  $R^2$  est de 0.308 seulement, ce qui indique que la théorie de l'arbitrage dynamique n'explique qu'en partie la variation du niveau d'actifs liquides. Par ailleurs, il convient toutefois de noter que le phénomène de retour à la moyenne du niveau d'actifs liquides ne permet pas pour autant d'écarter la théorie du financement hiérarchique. En effet, le phénomène de retour à la moyenne du niveau d'actifs liquides peut ne pas être activement poursuivi par la direction de l'entreprise mais être le fruit de l'autocorrélation négative du cash-flow interne de l'entreprise (Opler et al. 1999) du fait des fluctuations macroéconomiques par exemple (Dobetz & Grüninger, 2006). D'ailleurs le résultat du modèle (3), même s'il ne permet pas de confirmer la forme forte de la théorie du financement hiérarchique ne permet pas de la rejeter dans sa forme semi-forte. En effet, le coefficient de la variable « déficit » est différent de -1 mais reste relativement faible (-0.088\*\*\*). La variation du niveau d'actifs liquides ne peut, par conséquent, être entièrement

expliquée par la variation du déficit de financement. La version détaillée du test du modèle du financement hiérarchique avec la prise en compte séparée de chaque composante du déficit de financement confirme également la théorie du financement hiérarchique puisque, bien que différents de 1 ou -1, les signes des coefficients sont conformes aux prédictions de la théorie du financement hiérarchique (mise à part la variable PDLT dont le coefficient n'est pas significatif).

Il est important de noter que le coefficient de détermination du modèle du financement hiérarchique (3) est égal à 0.056, ce qui est largement inférieur au  $R^2$  du modèle d'ajustement vers le niveau cible (2). Il semble donc que ce dernier a un pouvoir explicatif plus important que le modèle du financement hiérarchique.

Les résultats de ces tests semblent donc privilégier la théorie de l'arbitrage sur la théorie du financement hiérarchique pour expliquer la variation des actifs liquides. Enfin, le modèle (5) avec la prise en compte des deux théories conjointement confirme les résultats précédents et améliore la pertinence du modèle avec un  $R^2$  de 0.339 soit près de la somme des  $R^2$  des deux modèles pris séparément (TOT et POT). Il est donc possible de ne rejeter aucune des deux théories. En effet, chacune des deux théories peut expliquer une partie de la variation du niveau d'actifs liquides.

### 3. Analyse des facteurs financiers spécifiques sur le niveau d'actifs liquides

Dans ce paragraphe, il est question de la présentation, d'un côté des statistiques descriptives des variables spécifiques financières et des analyses univariée et bivariée des données, et d'un autre côté des tests de spécification et ce, avant de passer à la présentation et interprétation des résultats des tests de régression.

#### 3.1. Présentation des statistiques descriptives des variables spécifiques

On constate que les actifs liquides représentent 11,05% de l'actif total de l'entreprise française médiane. La moyenne du niveau d'actifs liquides est de 13% avec un écart type de 12%.

Dittmar et al. (2003) ont étudié les actifs liquides des entreprises de 29 pays différents et ont montré d'énormes différences entre pays. En effet, le ratio médian varie de 0.3 % au Kenya à 29.6 % en Egypte. Leurs données indiquent que le niveau médian de détention d'actifs

liquides par les entreprises françaises (11,1% selon Dittmar et al. 2003) est près de deux fois plus important que le niveau médian dans l'ensemble des 29 pays (6,6 %). A titre de comparaison, ce ratio est égal à 8,1% aux Etats-Unis, 4,5% au Canada, 6,4% en Angleterre, 7,3 % en Allemagne, 5% en Espagne et aux Pays-Bas, 8,8% en Italie et 3,6% au Portugal

Le tableau ci-dessous présente les statistiques descriptives des différentes variables :

**TABLEAU 4 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES CARACTERISTIQUES DES ENTREPRISES**

	<i>Minimum</i>	<i>Centiles</i>			<i>Maximum</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Ecart-type</i>
		25%	50%	75%			
Actifs liquides	0,00	0,05	0,11	0,17	0,73	0,13	0,12
Levier	0,13	0,52	0,64	0,75	1,14	0,63	0,18
TobinQ	0,68	1,03	1,25	1,64	7,31	1,55	1,01
Tangibilité	0,01	0,04	0,11	0,26	0,84	0,17	0,16
Taille	8,67	11,40	13,08	14,91	18,26	13,23	2,41
Rentabilité	-0,38	0,06	0,10	0,14	0,32	0,09	0,10
Volatilité	0,00	0,01	0,02	0,05	0,40	0,04	0,06
Z-score	-0,74	0,36	0,52	0,73	2,61	0,59	0,43
BFR	-0,27	0,00	0,10	0,22	0,58	0,12	0,16
R&D	0,00	0,00	0,00	0,01	0,28	0,02	0,05
Dividendes	0,00	0,00	0,01	0,02	0,09	0,01	0,02

### 3.2. Analyse univariée : Test de comparaison des moyennes des entreprises « riches » et des entreprises « pauvres » en actifs liquides

L'échantillon est divisé dans ce tableau (5) en quatre quartiles d'entreprises en fonction de leurs niveaux de détention d'actifs liquides (mesurés par le ratio: actifs liquides / total actif). Le premier quartile regroupe les entreprises dont le niveau de liquidités se situe entre 0,46% et 5,40 % avec une moyenne de 3,09 % alors que le quatrième quartile regroupe les entreprises dont le niveau de détention se situe entre 16,61 % et 72,73 % avec une moyenne de 28,62 %.

Le tableau (5) présente une analyse univariée des moyennes des caractéristiques des entreprises appartenant à chaque quartile du ratio actifs liquides/ total actif. La sixième

colonne indique les résultats d'un test t de Student de comparaison de moyennes entre les entreprises du premier quartile et celles du quatrième quartile. Le but de ce test-t est de comparer les principales caractéristiques des entreprises riches en liquidités (Q4) et les entreprises pauvres en actifs liquides (Q1).

**TABLEAU 5: TEST DE COMPARAISON DES MOYENNES DES CARACTERISTIQUES DES ENTREPRISES PAR QUARTILE DU NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES**

<i>Variables</i>	<i>Q1</i> [0,0046 à 0,0540]	<i>Q2</i> [0,0541 à 0,0993]	<i>Q3</i> [0,0994 à 0,1659]	<i>Q4</i> [0,1661 à 0,7273]	<i>t</i>	<i>sig</i>
Actifs liquides	0,0309	0,0754	0,1302	0,2862	-43,432	0,0000
Taille	13,2796	13,7250	13,5757	12,3569	6,879	0,0000
Levier	0,6586	0,6530	0,6641	0,5373	11,191	0,0000
Opportunités	1,3545	1,4131	1,4485	1,9941	-9,528	0,0000
Tangibilité	0,2101	0,1786	0,1665	0,1111	10,066	0,0000
Rentabilité	0,0814	0,0426	0,0536	-1,710	5,681	0,0000
Volatilité	0,0356	0,0342	0,0354	0,0621	-6,554	0,0000
BFR	0,1755	0,1063	0,0949	0,0865	8,996	0,0000
Z-score	0,7092	0,6172	0,5748	0,4306	9,641	0,0000
Dividendes	2,1470	1,8584	1,7575	1,4789	5,753	0,0000
R&D	0,0113	0,0150	0,0160	0,0374	-8,017	0,0000

Le test montre que les entreprises « riches » en liquidités affichent des caractéristiques significativement différentes de celles des entreprises « pauvres » en cash avec un risque d'erreur inférieur à 1% pour toutes les variables. En effet, toutes les variables sont significativement différentes entre le premier et le quatrième quartile bien que certaines caractéristiques ne varient pas de manière monotone ce qui ne permet pas de tirer des conclusions définitives sur la relation entre le niveau des actifs liquides et ces caractéristiques intrinsèques des entreprises.

Le tableau 5 indique que les entreprises du quatrième quartile sont en moyenne plus petites, moins endettées et moins rentables que les entreprises du premier quartile. Cela dit, cette relation négative n'est monotone pour aucune de ces trois variables. En effet, la taille augmente entre le premier et le deuxième quartile avant de baisser pour le troisième et quatrième quartile alors que le levier d'endettement diminue entre le premier et le deuxième quartile puis augmente du deuxième au troisième quartile avant de diminuer de nouveau au

quatrième quartile. Les entreprises du 1<sup>er</sup> quartile sont en moyenne plus rentables que les entreprises des autres quartiles (les entreprises du 4<sup>ème</sup> quartile présentent même une rentabilité moyenne négative). Cela dit, la relation n'est pas linéaire car les entreprises du 3<sup>ème</sup> quartile sont plus rentables que les entreprises du 2<sup>ème</sup> quartile.

On remarque également que les variables besoin en fonds de roulement, dividendes, Z-score et tangibilité des actifs diminuent de manière monotone du premier au quatrième quartile. La volatilité des CF des entreprises du 4<sup>ème</sup> quartile est plus élevée que celle des entreprises du 1<sup>er</sup> quartile mais la relation n'est pas linéaire puisque la volatilité baisse entre le 1<sup>er</sup> et le 2<sup>ème</sup> quartile.

Enfin, la relation entre opportunités d'investissement et détention d'actifs liquides est positive et monotone. Les entreprises du 4<sup>ème</sup> quartile disposent en moyenne davantage d'opportunités d'investissement que les entreprises se trouvant dans les 3 autres quartiles. Ce résultat est également observé pour la variable R&D. Les entreprises les plus « riches » en actifs liquides sont celles dont les projets de R&D sont les plus importants.

### 3.3. Analyse bivariée des données et Examen de la multi-colinéarité des variables explicatives financières

L'analyse bivariée consiste à mesurer les coefficients de corrélation de Pearson entre la variable expliquée et les variables explicatives ainsi qu'entre les variables explicatives elles-mêmes. Le tableau (7) réunit l'ensemble des couples de variables possibles et montre que toutes les variables explicatives sont corrélées à la variable expliquée avec un risque d'erreur inférieur à 1% à l'exception de la variable « dividendes » qui présente un coefficient de corrélation positif mais non significatif. Le coefficient le plus fort présente une corrélation négative entre le niveau d'actifs liquides et la rentabilité (-0,453) suivi par le coefficient positif entre la variable « dépenses en R&D » et le niveau de détention d'actifs liquides (0,40). Le troisième coefficient le plus élevé est celui de la variable « levier d'endettement » (-0,383). Plus les entreprises détiennent des actifs liquides moins elles sont endettées.

Les coefficients de corrélation entre la variable expliquée « niveau d'actifs liquides » et les variables explicatives: taille, levier, tangibilité, rentabilité, risque de faillite et besoin en fonds de roulement sont tous négatifs et significatifs ; alors que les variables opportunités d'investissement, volatilité du cash-flow et investissement en R&D sont positivement et significativement corrélées à la variable dépendante.

La matrice de corrélations de Pearson permet également de vérifier l'absence du problème de multi-colinéarité entre les variables explicatives qui se pose lorsque les variables indépendantes sont fortement corrélées entre elles et qui risque de dégrader la précision et la robustesse des coefficients de régression.

Le tableau 6 montre qu'aucun coefficient de corrélation n'atteint le seuil de 0.7 à partir duquel le risque de colinéarité est élevé. Par ailleurs, l'examen des VIF (Variance Inflation Factor) montre que la valeur la plus élevée est égale à 1.56 ce qui est largement inférieur au seuil de 10 à partir duquel il est recommandé de prendre en considération la multi-colinéarité des variables.

**TABLEAU 6:** Facteurs de l'inflation de la variance (VIF)

Variables	VIF	1/VIF
Profitabilité	1.56	0.640745
R&D	1.44	0.694698
Levier	1.41	0.709817
TobinQ	1.35	0.741573
Taille	1.34	0.745584
Z-score	1.34	0.748020
Dividendes	1.26	0.795042
BFR	1.13	0.886823
Tangibilité	1.12	0.896385
Volatilité	1.10	0.911519
Mean VIF	1.30	

TABLEAU 7: MATRICE DE CORRELATION DE PEARSON

Variables	Actifs liq.	Levier	TobinQ	Taille	Tangibilité	Rentabilité	Volatilité	Z-score	BFR	R&D	Dividendes
Actifs liquides	1										
Levier	-0,383**	1									
TobinQ	0,336**	-0,235**	1								
Taille	-0,221**	0,214**	-0,170**	1							
Tangibilité	-0,208**	-0,02	-0,136**	0,288**	1						
Rentabilité	-0,453**	-0,064**	0,052*	0,171**	0,129**	1					
Volatilité	0,287**	-0,098**	0,316**	-0,383**	-0,164**	-0,366**	1				
Z-score	-0,241**	0,334**	-0,401**	0,255**	0,126**	-0,207**	-0,156**	1			
BFR	-0,164**	-0,178**	-0,054*	-0,259**	-0,123**	0,075**	-0,012	-0,025	1		
R&D	0,400**	-0,181**	0,242**	-0,126**	-0,135**	-0,344**	0,314**	-0,097**	-0,023	1	
Dividendes	0,009	-0,062**	-0,192**	0,272**	0,115**	0,253**	-0,238**	0,051*	0,038	-0,183**	1

\*\* La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral)

\* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral)

### 3.4. Tests statistiques de spécification

Avant de présenter les résultats, il convient de vérifier le respect de deux conditions dont dépend l'efficacité de la MMG: les instruments choisis doivent être valides et les variables ne doivent pas être corrélés au second degré avec le terme d'erreur.

- Le test de sur-identification des restrictions de Hansen (1982)<sup>72</sup> permet de vérifier la première hypothèse de validité de l'utilisation des variables retardées comme instruments. Le test vérifie la condition d'orthogonalité des instruments au terme d'erreur ce qui renseigne sur la qualité de l'estimation du modèle. L'hypothèse nulle de ce test est la correcte spécification du modèle et l'absence de corrélation des variables instrumentales avec le terme d'erreur. Ce test suit une loi de  $\chi^2$  à  $(r - k)$  degrés de liberté où  $r$  représente le nombre d'instruments et  $k$  le nombre de régresseurs.

Le test de sur-identification de Hansen (1982) indique une valeur 179.93 avec un risque d'erreur de 1.000<sup>73</sup> (donc largement supérieure au risque de première espèce de 0.05). Le test ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre le résidu et les instruments et ne permet donc pas de rejeter la validité des instruments.

Roodman (2007) prévient du risque de faiblesse du test de Hansen lié à un nombre trop élevé d'instruments. Bien qu'il n'existe pas de méthode spécifique, l'auteur recommande que le nombre d'instruments soit inférieur au nombre d'observations (ce qui est vérifié ici : 2020 observations > 649 instruments) ainsi qu'une parfaite p-value égale à 1.000 du test de Hansen (ce qui est également le cas ici).

Bond (2002) suggère également de tester la validité de l'estimation en s'assurant que la valeur du coefficient de la variable indépendante latente soit comprise entre la valeur du coefficient de l'estimation en Within Group et la valeur du coefficient de l'estimation en MCO.

---

<sup>72</sup>Hansen, L., « Large sample properties of generalized method of moment estimators », *Econometrica* n°50, 1982

<sup>73</sup> Il existe 100% de chances de se tromper en considérant que le modèle est mal spécifié.

L'estimation en MMG n'est consistante qu'à la condition d'absence d'autocorrélation de second ordre des différences premières des résidus. Les résultats du tableau 8 montrent que l'hypothèse d'autocorrélation de second ordre des résidus en différences premières est toujours rejetée. En effet, le test indique une autocorrélation de premier ordre significativement négative et une absence d'autocorrélation de second ordre. Le test affiche une valeur  $m_2$  de 0.70 avec une p-value de 0.483 (supérieure à 5%), on ne peut donc rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation.

La première colonne du tableau 8 présente les facteurs explicatifs du niveau de détention d'actifs liquides et les colonnes suivantes indiquent les résultats des coefficients obtenus. En guise de test de robustesse, le modèle a été appliqué avec trois mesures différentes du niveau d'actifs liquides (actifs liquides / total actif, actif liquides / actif net et actifs liquides / chiffre d'affaires). On n'observe aucune différence significative. Les résultats ne sont donc pas altérés par le changement de la mesure des actifs liquides utilisée.

Bien que non reportées dans le tableau 8, des variables muettes temporelles et sectorielles sont intégrées aux modèles.

**TABLEAU 8: DETERMINANTS DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES – MMG EN SYSTEME**

$$CASH_{it} = \beta_1 CASH_{it-1} + \sum_k \beta_k x_{kit} + \alpha_i + \alpha_t + \mu_{it}$$

VARIABLES		(1) Cash / Actif Total	(2) Cash / Actif Net	(3) Cash / CA
Actifs liquides <sub>t-1</sub>	$\beta_1$	0.613***	0.556***	0.661***
(1 - $\beta_1$ )	$\lambda$	0.387***	0.4439***	0.339***
Taille	$\beta_2$	-0.00280***	-0.00560***	-0.00811***
Levier	$\beta_3$	-0.163***	-0.807***	-1.613***
Levier <sup>2</sup>	$\beta_4$	0.0857***	0.494***	1.046***
TobinQ	$\beta_5$	0.00303***	0.0230***	0.0770***
R&D	$\beta_6$	0.152***	0.466***	0.499***
Tangibilité	$\beta_7$	-0.0339***	-0.126***	-0.124***
Profitabilité	$\beta_8$	-0.0204***	-0.114***	-0.263***
Volatilité	$\beta_9$	0.127***	0.653***	1.077***
Dividendes	$\beta_{10}$	0.213***	0.692***	1.964***
Risque de faillite	$\beta_{11}$	0.00642***	0.0390***	0.0983***
BFR	$\beta_{12}$	-0.106***	-0.260***	-0.232***
Constante	$\alpha$	0.168***	0.457***	0.741***
Sargan/Hansen		179.93	183.49	186,88
P-value		1.000	1.000	1.000
AR(1)		-5.27	-2.38	-2.37
p-value		0.000	0.017	0.018
AR(2)		0.70	1.66	1.39
p-value		0.483	0.096	0.165
Observations		2,020	2,020	2,020
Number of id		202	202	202
Années		Oui	Oui	Oui
Secteurs		Oui	Oui	Oui

Seuils de significativité: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 3.5. Présentation et interprétation des résultats des tests de régression

Le coefficient de la variable latente « **Actifs liquides** $_{t-1}$  » est positif et significatif avec un risque d'erreur inférieur à 1% dans les trois modèles. Le coefficient d'ajustement  $\lambda$  ( $\lambda = 1 - \beta_1$ ) est également positif et significatif au seuil de 1%<sup>74</sup>. Cela confirme l'existence d'un niveau cible d'actifs liquides que les entreprises cherchent à atteindre en ajustant partiellement leurs niveaux de liquidités vers ce niveau cible. Comme le souligne Couderc (2006), ce résultat met en doute la robustesse des études se limitant au modèle statique des motifs de la détention d'actifs liquides.

Le tableau 8 indique que la persistance des actifs liquides est plutôt lente (0,387). Le délai d'ajustement est de presque 3 années. Ce résultat confirme les études précédentes (Guney, Ozkan, & Ozkan, 2003; Ozkan & Ozkan, 2004; Couderc, 2006; Dobetz & Grüniger, 2006) qui montrent que le coefficient d'ajustement des entreprises anglo-saxonnes est plus élevé (coefficient d'ajustement supérieur à 0,6 pour les entreprises anglaises, canadiennes ou américaines) que celui des entreprises françaises, allemandes, suisses ou japonaises (coefficient d'ajustement inférieur à 0,5).

Cela peut s'expliquer soit par l'existence de frictions des marchés et de coûts d'ajustement plus élevés en France par rapports aux pays anglo-saxons qui empêchent les dirigeants d'atteindre rapidement le niveau cible soit par la plus grande détermination des dirigeants des entreprises anglo-saxonnes à poursuivre et atteindre le niveau cible de liquidités du fait de l'existence de coûts d'ajustement plus élevés dans les pays anglo-saxons. En effet, les économies du Japon et des pays d'Europe continentale sont caractérisées par la dominance d'un système financier orienté banque alors que les économies des Etats-Unis ou de l'Angleterre sont des économies orientées marché<sup>75</sup>. Dans le système orienté banque, le meilleur contrôle bancaire diminue l'asymétrie informationnelle et par conséquent le coût de se retrouver en dessous du niveau optimal moins élevés (la banque peut même siéger au conseil d'administration ou faire partie de l'équipe dirigeante ; alors que ces pratiques sont interdites aux Etats-Unis).

---

<sup>74</sup> Réalisé par la commande « *lincom* » du logiciel « Stata ».

<sup>75</sup> Voir: Allen, F. & D. Gale, (2001) « Comparing Financial Systems » MIT Press, Cambridge, MA.

Les résultats des tests de régression mettent en évidence l'impact négatif de **La taille** de l'entreprise sur le niveau d'actifs liquides. Ce résultat confirme l'hypothèse H1.1.a qui peut être expliquée aussi bien par la théorie de l'arbitrage, dans la mesure où les entreprises de grande taille bénéficient d'économies d'échelle des coûts de détention de liquidités et des coûts du financement externe, que par la théorie du financement hiérarchique qui stipule que la taille de l'entreprise est un indicateur inverse de l'asymétrie informationnelle et que les entreprises de grande taille ont un accès plus facile au crédit et n'ont pas besoin d'accumuler d'importants niveaux de liquidités pour financer leurs investissements.

Comme dans la majorité des études passées, on remarque que **le levier d'endettement** impacte négativement le niveau de détention d'actifs liquides. Plus l'entreprise est endettée moins elle détient d'actifs liquides ce qui confirme l'hypothèse H1.2.a. Ce résultat peut être expliqué par les trois théories étudiées. Pour la théorie du FCF, le pouvoir disciplinaire de la dette force les dirigeants à adopter un comportement qui maximise la valeur pour les actionnaires et à leur restituer les excès de liquidités. Pour la TOT, l'endettement représente un substitut aux actifs liquides. De plus, le coût d'opportunité du capital est d'autant plus élevé que l'entreprise est endettée puisqu'elle doit faire face à des dépenses d'intérêts plus élevées que le faible rendement des actifs liquides. Enfin selon la POT, les entreprises ont une préférence pour l'autofinancement et n'augmentent leur levier d'endettement que lorsque les liquidités internes sont insuffisantes pour financer les déficits de liquidités (et inversement). Par conséquent, les actifs liquides et l'endettement suivent des tendances inverses.

Cela dit, on observe que l'impact du levier sur le niveau d'actifs liquides n'est pas linéaire. En effet, le coefficient de la variable levier portée au carré est positif. Cette relation curvilinéaire est cohérente avec la théorie de l'arbitrage. Au-dessus d'un certain seuil, la dette augmente le risque de détresse financière. Pour couvrir ce risque, les entreprises sont incitées à détenir des liquidités. De plus, le levier est également un indicateur de la capacité d'endettement des entreprises, plus le levier est élevé plus l'entreprise aura des difficultés à s'endetter davantage et aura par conséquent besoin de liquidités pour financer ses investissements.

On constate que **les opportunités d'investissement** ont un impact positif et significatif sur le niveau d'actifs liquides. Les entreprises qui disposent d'opportunités d'investissements rentables accumulent des liquidités afin d'en tirer profit. Ce lien positif confirme l'hypothèse

H1.3.a justifiée à la fois par la théorie de l'arbitrage et par la théorie de financement hiérarchique. Les opportunités d'investissements augmentent le risque de détresse financière car ils ne peuvent servir de garantie en cas de liquidation de l'entreprise. De plus les opportunités d'investissement augmentent l'asymétrie d'information entre l'entreprise et ses apporteurs de fonds augmentant ainsi que le risque de sous-investissement.

**La tangibilité des actifs** de l'entreprise est négativement corrélée à la détention d'actifs liquides. Ce signe négatif peut être justifié aussi bien par la théorie de l'arbitrage que par la théorie du financement hiérarchique. Les actifs tangibles peuvent servir de collatéral lors de la demande de financement externe ce qui sécurise la dette du risque de contrepartie. De même, plus l'entreprise possède d'actifs tangibles, moins elle est soumise à l'asymétrie informationnelle ce qui diminue le risque de sélection adverse et de transfert de risque et augmente la capacité d'endettement de l'entreprise et diminue par conséquent son besoin de détention d'actifs liquides. Le coefficient négatif de cette variable confirme par conséquent l'hypothèse H.1.4. Plus la structure des actifs de l'entreprise est composée d'actifs tangibles, moins son niveau d'actifs liquides est élevé.

La variable « **cash-flow** » a également un impact négatif et significatif sur le niveau de liquidités confirmant ainsi l'hypothèse H.1.5.b justifiée par la théorie de l'arbitrage selon laquelle le cash-flow représente une source alternative de liquidités. Par ailleurs, plus la rentabilité de l'entreprise est importante plus le coût d'opportunité de détention d'actifs liquides est important à cause du faible rendement des actifs liquides.

Le coefficient positif et significatif de la variable « **volatilité du cash-flow** » valide l'hypothèse H.1.6. La volatilité du cash-flow augmente à la fois le risque de détresse financière et le risque de contraintes de financement des entreprises. Par conséquent, la volatilité du cash-flow augmente le besoin de détention de réserves de liquidités par précaution pour faire face à une éventuelle baisse des résultats et pour couvrir ses risques.

Le motif de précaution est également confirmé par le coefficient positif de la variable « **1/Z-score** » utilisée comme un indicateur du risque de détresse financière, qui présente un coefficient positif et significatif. Ce résultat confirme l'hypothèse H1.7.a de détention de liquidités par précaution afin d'éviter les coûts de détresse financière.

La variable « **dividendes** » a un impact positif sur la détention d'actifs liquides. Les entreprises qui distribuent le plus de dividendes détiennent davantage de liquidités. Ainsi, il

n'est pas possible de confirmer que les entreprises ne considèrent pas les dividendes comme une source alternative de liquidités comme il n'est pas possible de confirmer que le pouvoir disciplinaire des dividendes les force à dégorger les liquidités ou que les dividendes diminuent l'asymétrie informationnelle. Ce résultat, qui contredit les trois théories testées (TOT, POT et FCF), peut être justifié par la théorie du signal. Les entreprises préfèrent sécuriser la distribution de dividendes par la détention d'actifs liquides afin de ne pas envoyer un signal négatif aux marchés si elles sont obligées de réduire ou d'annuler la distribution de dividendes en cas de pénurie de liquidités. Ce résultat est similaire aux études internationales (Ozkan & Ozkan, 2004 ; Drobetz & Grüninger, 2007) confirme l'hypothèse H1.8.b.

Plus l'entreprise est intensive en **R&D**, plus le niveau d'actifs liquides est élevé. La forte asymétrie d'information autour des projets innovants aggrave le risque de sélection adverse et de substitution d'actifs et augmente le besoin de détention de liquidités. Ce signe positif s'explique également par l'augmentation des coûts de faillite. Les activités de R&D représentent un actif intangible et spécifique difficilement négociable sur le marché et dont le coût de transfert est élevé. Pour Opler et al. (1999), les coûts de détresse financière sont élevés pour les entreprises intensives en R&D confirmant la détention d'actifs liquides au motif de précaution. Ce lien positif se justifie également par la théorie du FCF dans la mesure où les dirigeants opportunistes préfèrent gaspiller les liquidités dans des projets de R&D peu ou non rentables plutôt que de les distribuer aux actionnaires (Jensen ,1986). Ce résultat confirme l'hypothèse H.1.9.

La variable « **BFR** » présente un coefficient négatif confirmant l'hypothèse H.1.10 expliquée par la théorie de l'arbitrage. Les entreprises dont le BFR est élevé détiennent moins d'actifs liquides dans la mesure où les créances clients et les stocks constitutifs du BFR (après déduction du passif circulant) peuvent être transformés rapidement en cash représentant ainsi des substituts aux actifs liquides et offrant une source alternative de liquidité.

En résumé, le niveau de détention d'actifs liquides est d'autant plus élevé que l'entreprise dispose d'opportunités d'investissements rentables, investit en projets de R&D, distribue des dividendes et présente un risque de détresse financière et une volatilité du cash-flow importants. En revanche, il diminue avec l'augmentation de la taille, de la tangibilité des actifs, de la profitabilité et du besoin en fonds de roulement. A noter par ailleurs que la relation entre actifs liquides et le levier d'endettement est curvilinéaire. Les différents signes

de corrélations sont résumés dans le tableau ci-dessous et mis en perspective avec les prédictions théoriques.

**TABLEAU 9 : RESUME DES COEFFICIENTS DE REGRESSION**

<i>Variables</i>	<i>Prédictions théoriques</i>			<i>Résultats empiriques</i>
	TOT	POT	FCF	
Taille	-	-	+	-
TobinQ	+	+	-	+
Levier	-	-	-	-
Levier <sup>2</sup>	+	-		+
Tangibilité	-	-		-
Profitabilité	-	+	+	-
Volatilité	+	+	+	+
Dividendes	-	-	-	+
Risque de faillite	+	+	-	+
BFR	-			-
R&D	+	+	+	+

Le tableau suivant présente une comparaison des résultats d'études avec ceux d'une sélection d'études empiriques passées.

**TABLEAU 10: COMPARAISON DES RESULTATS AVEC UNE SELECTION D'ETUDES EMPIRIQUES PASSES**

<i>Variables</i>	<i>Echantillon</i>	<i>Taille</i>	<i>TobinQ</i>	<i>Levier</i>	<i>Tangibilité</i>	<i>Profitabilité</i>	<i>Volatilité</i>	<i>Dividendes</i>	<i>Risque</i>	<i>BFR</i>	<i>R&amp;D</i>
<b>Prédictions théoriques</b>											
TOT		-	+	-/+	-	-	+	-	+	-	+
POT		-	+	-	-	+	+	-	+	-	+
FCF		+	-	-	-	+	+	-	-	-	+
<b>Résultats</b>	<b>France</b>	-	+	-/+	-	-	+	+	+	-	+
<b>Etudes empiriques passées</b>											
John (1993)	Etats-Unis		+	-	-	-			+	-	+
Kim et al. (1998)	Etats-Unis	-	+	-	-	-	+		-	-	
Opler et al. (1999)	Etats-Unis	-	+	-	-	+	+	-		-	+
Deloof (2001)	Belgique	-		-	-	+				-	
Ozkan et Ozkan (2002)	Angleterre	-	+	-	-	-		+		-	
Bruinshoofd et Kool (2002)	Pays-Bas	-		-	-						
Ferreira et Vilela (2004)	International	-		-	-	+				-	
Martinez et Solano (2004)	Espagne	-	+	-	-	-				-	
Couderc (2004)	International	-	+	-	-	+				-	
Nguyen (2005)	Japon	-	+	-	-	+	+	+			
Giglinger et Saddour (2007)	France		+	-/+	-	+		-		-	+
Drobetz et Grüninger (2007)	Suisse	-		-/+	-	-	+	+	-		+
Guney et al. (2007)	International	-	+	-	-	-				-	
Marchica et Mura (2008)	Angleterre	-	+	-/+	-	+		-			
Bates et al. (2009)	Etats-Unis	-	+	-	-		+	-		-	+
Lian, Xu et Zhou (2010)	Chine	+	+	-	-	+				-	
Chen et Mahajan (2010)	International	+	+	-	-	+				-	
Shah (2011)	Pakistan	+		-	-					-	
Gill et Shah (2012)	Canada	-	-		-	+				-	

## 4. Résultat de l'impact des conditions macro-économiques sur le niveau d'actifs liquides

Ce paragraphe présente les données macro-économiques utilisées pour estimer l'impact des variations de la conjoncture économique sur le niveau d'actifs liquides des entreprises.

### 4.1. Présentation des données macro-économiques

**TABLEAU 11: PRESENTATION DES DONNEES MACRO-ECONOMIQUES**

Années	PIB	Inflation	Climat aff	Ecart de crédit	Ecart de taux	OAT 3 mois
2000	5,31	1,70	114.67	-1,15	3,09	4,24
2001	3,89	1,70	102.08	-0,68	3,58	4,26
2002	3,17	1,90	97.83	-1,57	1,73	3,30
2003	2,91	2,10	93.67	-1,86	0,42	2,28
2004	4,26	2,10	104.92	-2,07	-0,05	2,02
2005	3,77	1,80	104.17	-1,34	0,73	2,07
2006	4,66	1,60	108.58	-0,91	1,98	2,89
2007	4,93	1,50	111.33	-0,44	3,42	3,86
2008	2,46	2,80	95.92	-0,62	3,00	3,62
2009	-2,27	0,10	79,33	-3,00	-2,35	0,65
2010	2,31	1,50	98,5	-2,74	-2,36	0,38

Les principales statistiques descriptives des données macro-économiques sont présentées dans le tableau suivant:

**TABLEAU 12 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES DONNEES MACRO-ECONOMIQUES**

Variable	Obs	MeanStd.	Dev.	Min	Max
pib	2222	3.218051	1.975438	-2.274163	5.310786
caff	2222	101	9.260713	79.33334	114.6667
ipc	2222	1.709091	.6201902	.1	2.8
cs	2222	1.759008	.8117298	.69595	3.247775
cdt	2222	1.488439	.8164288	.43915	3.001592
oat3	2222	2.687355	1.28066	.3762583	4.2579

Pib : Taux de croissance du PIB      Ipc : taux d'inflation      Oat3 : taux d'intérêt à court terme (3 mois)  
 Cdt : Courbe des taux                  Cs : Ecart de crédit                  Caff : indice du climat des affaires

L'examen de la multicolinéarité des variables macro-économiques dans la matrice de corrélation de Pearson (Tableau 13) indique que les variables macro-économiques sont fortement corrélées entre elles. C'est pour cette raison que toutes les variables ne sont pas intégrées en même temps dans le même modèle.

**TABLEAU 13 : MATRICE DE CORRELATION DES VARIABLES MACRO-ECONOMIQUES**

	pib	caff	ipc	cs	cdt	oat3
pib	1.0000					
caff	0.9512*	1.0000				
ipc	0.5931*	0.3969*	1.0000			
cs	-0.6818*	-0.6305*	-0.5320*	1.0000		
cdt	-0.6910*	-0.6411*	-0.5357*	0.9997*	1.0000	
oat3	0.6569*	0.6013*	0.4725*	-0.8903*	-0.8988*	1.0000

\*Significatif au seuil de 1%

#### 4.2. Résultats de l'impact des conditions macro-économiques sur le niveau d'actifs liquides

Le tableau n° 14 présente les résultats de la régression du modèle n°(A.5) qui inclut, en plus des variables spécifiques des variables relevant du contexte macro-économique. Il apparaît que tous les facteurs macro-économiques sont significativement corrélés au niveau de détention des actifs liquides avec un risque d'erreur inférieur à 1%. L'hypothèse H.1.11 est ainsi confirmée.

Le faible impact des variables macro-économiques indique que le niveau d'actifs liquides des entreprises est principalement influencé par des variables spécifiques sans pour autant écarter complètement l'impact des variables économiques.

Le coefficient de régression de la variable **taux de croissance du PIB** est positif et significatif au seuil de 1%. Durant les périodes d'expansion macro-économique, les entreprises augmentent leurs niveaux d'actifs liquides afin de saisir les opportunités d'investissements qui sont plus nombreuses durant ces périodes. Ce résultat est confirmé par les coefficients positifs de la variable **taux d'intérêt** à court terme qui suit l'évolution du cycle économique et de la variable **indice du climat des affaires**.

La variable « **écart de crédit** » présente également un signe positif et significatif. Comme l'écart de taux est un indicateur du coût du financement, ce résultat indique que plus le coût du financement augmente, plus les entreprises accumulent de liquidités afin d'économiser les coûts de transaction du financement externe et de réduire le risque de sous-investissement. Par ailleurs, plus l'écart de crédit est important, plus le risque de faillite est important; les entreprises sont, par conséquent, plus incitées à accumuler des liquidités par précaution lorsque l'écart de crédit est élevé.

La variable « **courbe de taux** », considérée comme un indicateur prédictif des conditions macro-économiques futures présente un coefficient positif et significatif. Les entreprises augmentent le niveau d'actifs liquides en prévision de bonnes conditions macro-économiques futures afin d'être en mesure de saisir les opportunités d'investissement qui se présenteront.

A l'instar de Natke (2001), le tableau 14 indique un impact négatif et significatif du **taux d'inflation** sur le niveau d'actifs liquides. Les entreprises diminuent leurs réserves de liquidités lorsque l'inflation augmente ce qui peut être expliqué par le fait que les entreprises anticipent une baisse du taux d'intérêt nominal en cas de hausse du taux d'inflation. Cette baisse du taux d'intérêt diminue le besoin de détention de liquidités de deux manières: D'un côté, l'inflation réduit le rendement des dépôts bancaires et des valeurs mobilières de placement, la détention d'actifs liquides est par conséquent moins avantageuse et les entreprises substituent la détention d'actifs liquides par des actifs réels (Natke, 2001). D'un autre, l'inflation réduit le coût réel de l'endettement (après déduction de l'avantage fiscal de la dette). Les entreprises s'endettent par conséquent davantage (Frank & Goyal, 2009) et ont moins besoin de détenir des liquidités afin de financer leurs investissements.

#### 4.3. Impact des facteurs macro-économiques sur la sensibilité des actifs liquides aux facteurs spécifiques

Afin de tester l'impact des conditions macro-économiques sur la sensibilité des actifs liquides aux facteurs spécifiques, plusieurs variables d'interactions ont été créées entre les variables macro-économiques (taux de croissance du PIB et l'écart de crédit) et les variables spécifiques suivantes: les opportunités d'investissement, le levier d'endettement, la rentabilité et le risque de faillite.

Toutes les variables d'interaction sont significatives avec un risque d'erreur inférieur à 1% confirmant l'hypothèse H.1.12. Par ailleurs, l'intégration de ces variables n'impacte pas le sens des corrélations des variables spécifiques discutées précédemment.

La variable d'interaction entre les opportunités d'investissement et le PIB présente un coefficient positif. Ce résultat indique que durant les périodes d'expansion économiques, les entreprises anticipent l'augmentation des opportunités d'investissement et accumulent davantage de liquidités afin de pouvoir les saisir sans recourir à des sources de financement externes plus coûteuses. A l'inverse durant les périodes de crise, les entreprises anticipent une diminution des opportunités d'investissement et détiennent par conséquent moins d'actifs liquides.

La variable d'interaction entre le levier d'endettement et l'évolution du PIB présente un coefficient de corrélation positif. Durant les périodes d'expansion économique, l'endettement est moins substituable avec les actifs liquides car l'accès au financement externe est alors moins difficile. A l'inverse, le coefficient négatif de la variable d'interaction entre le levier d'endettement et l'écart de crédit indique que lors d'une contraction du crédit, le coût du financement externe augmente l'autofinancement des entreprises alors que le financement externe est en baisse.

Contrairement aux résultats de Chen et Mahajan (2010), le tableau indique que le coefficient de la variable d'interaction entre la rentabilité et le taux d'évolution du PIB est négatif. Lorsque les conditions macro-économiques sont favorables, la sensibilité des actifs liquides au cash-flow baisse cela peut s'expliquer par la baisse du besoin de détention de liquidités afin de couvrir le risque de faillite. Ce résultat est cohérent avec les travaux d'Almeida, Campello et Weishbach (2004) qui indiquent que la sensibilité des actifs liquides au cash-flow est plus importante durant les périodes de crises financières. Les entreprises réservent une part plus importante de leur cash-flow sous forme d'actifs liquides durant ces périodes.

Enfin, le coefficient de la variable d'interaction entre le risque de faillite et le PIB est négatif alors que le coefficient de la variable d'interaction entre le risque de faillite et le spread de crédit est positif. Ces résultats indiquent que le besoin de détention de liquidités par précaution diminue en périodes d'expansions économiques et qu'à l'inverse, en période de crises, lorsque le coût du financement est élevé, les entreprises détiennent davantage d'actifs liquides pour couvrir le risque de détresse financière.

**TABLEAU 14 : RESULTATS DES REGRESSIONS PAR LA METHODE SYS-GMM  
 DE L'INFLUENCE DES FACTEURS MACRO-ECONOMIQUES SUR LA  
 DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES**

$$\text{Modèle A.5 : } CASH_{it} = \alpha_i + \beta_1 CASH_{it-1} + \sum_k \beta_k x_{kit} + \sum_j \gamma_j \delta_{jt} + \varepsilon_{it}$$

Variables explicatives	Variable expliquée : Actifs liquides / Total actif						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Cash</i> <sub>t-1</sub>	0.596***	0.597***	0.597***	0.590***	0.577***	0.589***	0.596***
Taille	-0.000825***	-0.000564**	-0.000838***	-0.000427*	-0.00127***	-0.000918***	-0.000721**
Levier	-0.724***	-0.715***	-0.727***	-0.757***	-0.701***	-0.591***	-0.704***
Levier2	0.455***	0.451***	0.459***	0.461***	0.435***	0.446***	0.442***
Tobinq	-0.0296***	-0.0287***	-0.0290***	-0.0539***	-0.0264***	0.00807***	-0.0283***
Dividendes	0.556***	0.571***	0.555***	0.599***	0.601***	0.586***	0.597***
Rentabilité	-0.116***	-0.114***	-0.115***	-0.119***	-0.0934***	-0.121***	-0.120***
Volatilité	0.694***	0.708***	0.695***	0.680***	0.704***	0.683***	0.696***
BFR	-0.119***	-0.126***	-0.115***	-0.109***	-0.121***	-0.108***	-0.118***
R&D	0.627***	0.647***	0.631***	0.669***	0.638***	0.646***	0.630***
1/Z-score	0.00273***	-0.000133	0.00100	0.000213	0.00662***	0.00315***	-0.00625***
Inflation	-0.00911***	-0.00672***	-0.00671***				
PIB	0.00239***			-0.0188***	-0.00129***		
Creditspread	0.00931***		0.00724***			0.0764***	0.00684***
OAT 3 mois		0.0105***					
Courbe de tx		0.0208***					
Indice caf			0.000125***				
PIB*Tobinq				0.00763***			
PIB*Levier				0.00992***			
PIB*Rentab					-0.0106***		
PIB*Zscore					-0.00190***		
CS*Tobinq						-0.0201***	
CS*Levier						-0.0637***	
CS*Rentab							0.00216***
CS*zscore							0.00384***
Constante	0.370***	0.325***	0.365***	0.430***	0.382***	0.232***	0.357***
Observations	2,020	2,020	2,020	2,020	2,019	2,020	2,020
Number of i	202	202	202	202	202	202	202

## 5. Présentation des résultats de l'impact des variables de gouvernance sur le niveau d'actifs liquides

### 5.1. Présentation des statistiques descriptives

Le tableau suivant présente les statistiques descriptives des données de gouvernance utilisées dans l'étude :

**TABLEAU 15: STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES DE GOUVERNANCE**

	Minimum	Médiane	Maximum	Moyenne	Ecart type
Capital 1	0	0,33	0,89	0,3545	0,21408
Capital 3	0	0,49	0,91	0,4585	0,21029
Vote 1	0	0,3848	0,94	0,4043	0,24447
Vote3	0	0,544	0,95	0,5144	0,23855
Séparation	0,51	1,0861	1,91	1,1452	0,19672
P. familiale	0	0,2979	1	0,2867	0,26204
P. managériale	0	0,0267	0,84	0,2895	1,53623
P. institutionnelle	0	0,103	0,9	0,2091	0,25353
Taille du CA	2	8,5	19	8,6832	4,01185
Indépendance CA	0	3	11	3,4257	2,87541

Le principal actionnaire des entreprises de notre échantillon contrôle en moyenne 33% des actions et 40,43% des droits de vote. Les trois principaux actionnaires contrôlent 40,43% des actions et 51,44% des droits de vote. Sur les 202 entreprises de l'échantillon, seules 67 entreprises respectent le principe « une action = un droit de vote » (parmi lesquelles, 27 seulement sont familiales) ce qui explique que le ratio moyen de séparation entre droits de propriété et droits de vote soit supérieur à 1 (1,1452). Par ailleurs, 63 entreprises sur 202 (31,19%) adoptent une structure de propriété pyramidale (sur ces 63 entreprises, 58 sont familiales).

La propriété managériale moyenne de l'échantillon est de 28,95% des actions et le pourcentage moyen des droits du capital des investisseurs institutionnels est de 20,91%. Les entreprises familiales (au seuil de 20% des droits de vote) représentent 54,46 % de

l'échantillon soit 110 entreprises (sur 202). Les entreprises familiales dirigées par le (ou les) fondateur(s) sont au nombre de 51 soit 46,36% des entreprises familiales; 25 entreprises (22,73%) familiales sont dirigées par un descendant du fondateur et 34 d'entre elles (30,9%) par un dirigeant non familial.

Le conseil d'administration moyen de l'échantillon est composé d'environ 9 membres dont 35,57% sont indépendants soit environ 3 administrateurs indépendants en moyenne. Enfin, plus de 57 % des directeurs généraux des entreprises assurent également la fonction de président du conseil d'administration soit 114 sur 202 entreprises de l'échantillon adoptent une structure moniste.

Le tableau 16 présente un test de comparaison des moyennes entre les entreprises à capital concentré et les entreprises à capital dispersé. Il est possible de constater que les entreprises à capital concentré (au moins un actionnaire détient plus de 20% du capital) détiennent en moyenne moins d'actifs liquides (12,47% du total actif) que les entreprises dont le capital est dispersé (14,83%). Elles sont également en moyenne plus endettées (63,36% contre 61,29%) et distribuent plus de dividendes (1,33% contre 1,15%).

**TABLEAU 16 : TEST DE COMPARAISON DES ENTREPRISES CAPITAL  
CONCENTREE / DISPERSE**

Variabes	Capital	N	Moyenne	Ecart-type	t-test	Sig
Actifs liquides	Dispersé	583	0,1483	0,12915	4,121	0
	Concentré	1639	0,1247	0,1152		
Taille	Dispersé	583	14,3066	2,60745	13,001	0
	Concentré	1639	12,8511	2,21105		
Lever	Dispersé	583	0,6129	0,18464	-2,39	0,017
	Concentré	1639	0,6336	0,17759		
TobinQ	Dispersé	583	1,57	1,00915	0,471	0,638
	Concentré	1639	1,5472	1,00111		
Tangibilité	Dispersé	583	0,1838	0,16747	3,077	0,002
	Concentré	1639	0,1598	0,15967		
Rentabilité	Dispersé	582	-0,0111	0,55728	-0,623	0,533
	Concentré	1639	0,0059	0,56921		
Z-score	Dispersé	583	0,5787	0,3518	3,482	0,001
	Concentré	1639	0,5287	0,2753		
Dividendes	Dispersé	583	0,0115	0,01527	-2,256	0,024
	Concentré	1639	0,0133	0,01755		
BFR	Dispersé	583	0,0785	0,13266	-6,584	0
	Concentré	1639	0,129	0,16753		
Investissements	Dispersé	583	0,0639	0,05951	3,14	0,002
	Concentré	1639	0,0553	0,05572		
R&D	Dispersé	583	0,0233	0,04539	1,968	0,049
	Concentré	1639	0,0188	0,04841		

Le test de différence de moyennes suivant (tableau 17) indique que les entreprises familiales sont significativement différentes des entreprises non familiales. Ces dernières détiennent en moyenne 12,33% de leur actif total sous la forme de liquidités alors que les entreprises familiales détiennent en moyenne 13,73% et ce pourcentage augmente à 16,14% pour les entreprises familiales dirigées par leurs fondateurs. On peut également remarquer le plus faible levier d'endettement des entreprises dirigées par le fondateur (60,77%) par rapport aux autres entreprises familiales (61,82%) et aux entreprises non familiales (63,97%).

S'il n'existe pas de différence de moyennes significative sur la distribution de dividendes (le test de différence de moyenne n'est pas significatif) entre les entreprises non familiales (1,29%) et les entreprises familiales (1,28%), on remarque que lorsque les entreprises sont familiales et dirigées par le fondateur, la différence est par contre plus marquée (0,84%) et le test de différence de moyennes est significatif au seuil de 1%.

On remarque également qu'en comparaison avec les entreprises non familiales, les entreprises familiales présentent une taille, une tangibilité des actifs, une rentabilité et un niveau d'investissement plus faibles ainsi qu'un besoin en fonds de roulement plus élevé.

**TABLEAU 17: TEST DE COMPARAISON ENTREPRISES FAMILIALES /  
 ENTREPRISES NON FAMILIALES**

Variables	Propriété	N	Moyenne	Ecart-type	t-test	t-test
					fam / non fam	fond / non fond
Actifs liquides	Non familiale	1023	0,1233	0,11023	-2,759**	-8,635***
	familiale	1199	0,1373	0,12646		
	fondateurs	737	0,1614	0,14885		
Taille	Non familiale	1023	14,275	2,43651	20,555***	23,135***
	familiale	1199	12,3438	1,99116		
	fondateurs	737	11,7269	1,77813		
Lever	Non familiale	1023	0,6397	0,1745	2,814**	3,793***
	familiale	1199	0,6182	0,18343		
	fondateurs	737	0,6077	0,20084		
TobinQ	Non familiale	1023	1,494	0,9091	-2,574**	-6,656***
	familiale	1199	1,6037	1,07454		
	fondateurs	737	1,7523	1,20993		
Tangibilité	Non familiale	1023	0,1927	0,18469	7,23***	12,618***
	familiale	1199	0,1434	0,13591		
	fondateurs	737	0,1066	0,11931		
Rentabilité	Non familiale	1022	0,0303	0,43814	2,22**	4,435***
	familiale	1199	-0,0231	0,65483		
	fondateurs	737	-0,0739	0,71898		
Dividendes	Non familiale	1023	0,0128	0,0167	-0,111	8,767***
	familiale	1199	0,0129	0,01725		
	fondateurs	737	0,0084	0,01426		
BFR	Non familiale	1023	0,0879	0,14094	-7,646***	-1,311
	familiale	1199	0,1395	0,17224		
	fondateurs	737	0,1221	0,17217		
Investissements	Non familiale	1023	0,0642	0,0598	5,138***	-0,734**
	familiale	1199	0,0519	0,05359		
	fondateurs	737	0,0588	0,06718		
R&D	Non familiale	1023	0,0225	0,04602	2,354**	-4,19**
	familiale	1199	0,0178	0,04893		
	fondateurs	737	0,0259	0,06056		

## 5.2. Présentation et interprétation des résultats des tests de régression

Ce paragraphe présente les résultats des tests de régression du modèle A.6 qui intègre en plus des variables spécifiques financières, des variables de gouvernance d'entreprise. Avant de présenter les résultats de l'impact des variables de gouvernance, il est nécessaire de remarquer que l'intégration desdites variables de gouvernance ne modifie pas la nature des coefficients des variables financières présentés dans le paragraphe 3.5.

### 5.2.1. Impact de la structure de propriété

#### 5.2.1.1. La concentration du capital

Le tableau 18 indique que la concentration de l'actionnariat a un impact négatif sur le niveau d'actifs liquides des entreprises. Les coefficients des variables *Vote1* et *Vote3* qui correspondent aux pourcentages des droits de vote du (des) principal (trois principaux) actionnaire(s) sont négatifs et significatifs au seuil de 1% confirmant les résultats du test de différence de moyennes. Ces résultats sont contraires à ceux d'Anderson et Hamadi (2009) qui montrent un impact positif de la concentration de l'actionnariat sur le niveau d'actifs liquides que les auteurs expliquent par l'aversion au risque des actionnaires majoritaires.

Il semble donc que plus le capital est concentré, plus le pouvoir des actionnaires est important et moins les entreprises détiennent des actifs liquides. Ce lien peut s'expliquer soit par l'hypothèse de l'alignement des intérêts des actionnaires qui peuvent par conséquent forcer les dirigeants à leur distribuer les excès de liquidités, soit par l'hypothèse du tunneling selon laquelle, les actionnaires de contrôle profitent de leur position pour tirer des bénéfices privés de l'entreprise au détriment des actionnaires minoritaires. Les coefficients négatifs des variables « séparation » et « structure pyramidale » semblent confirmer cette deuxième théorie.

En France, l'actionnariat est souvent concentré entre les mains d'un actionnaire majoritaire. D'ailleurs, la moyenne du pourcentage des droits de vote du principal actionnaire des entreprises de notre échantillon est de plus 40% (et le pourcentage moyen des trois principaux actionnaires est de plus de 51%). Par conséquent, le principal conflit d'agence ne concerne pas la relation entre les actionnaires et les dirigeants, mais la relation entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires.

La séparation entre les droits de vote et la participation au capital, c'est-à-dire le non-respect de la règle « une action = un droit de vote » ainsi que l'existence d'une structure pyramidale de la propriété augmentent le pouvoir des principaux actionnaires ainsi que le risque de tunneling et d'expropriation des actionnaires minoritaires (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 1999). Le tableau indique que ces deux variables agissent négativement sur le niveau d'actifs liquides, suggérant que les liquidités sont rapidement détournées ou gaspillées au profit des actionnaires majoritaires. A l'inverse, la cotation à l'étranger qui améliore la gouvernance d'entreprise, en la soumettant à un système de gouvernance plus strict, agit positivement sur le niveau d'actifs liquides.

#### *5.2.1.2. L'identité de l'actionnaire majoritaire*

Quelques nuances peuvent être relevées en fonction de l'identité de l'actionnaire de contrôle. En effet, les résultats font apparaître que lorsque l'actionnaire majoritaire est un actionnaire familial, la relation s'inverse et le niveau d'actifs liquides augmente avec la concentration de l'actionnariat. Ces résultats peuvent expliquer la différence de la nature de la relation entre la concentration du capital et le niveau d'actifs liquides donnée par l'étude d'Anderson et Hamadi (2009) puisque les entreprises familiales représentent plus de 81% de leur échantillon alors qu'elles représentent moins de 54% de l'échantillon de la présente étude.

On remarque également que l'actionnariat institutionnel a un impact négatif sur le niveau d'actifs liquides. Ce résultat ne peut confirmer l'hypothèse de passivité des institutionnels concernant la gestion des liquidités. Conformément à l'hypothèse du monitoring, les investisseurs institutionnels forcent les dirigeants à leur distribuer les excès de liquidités.

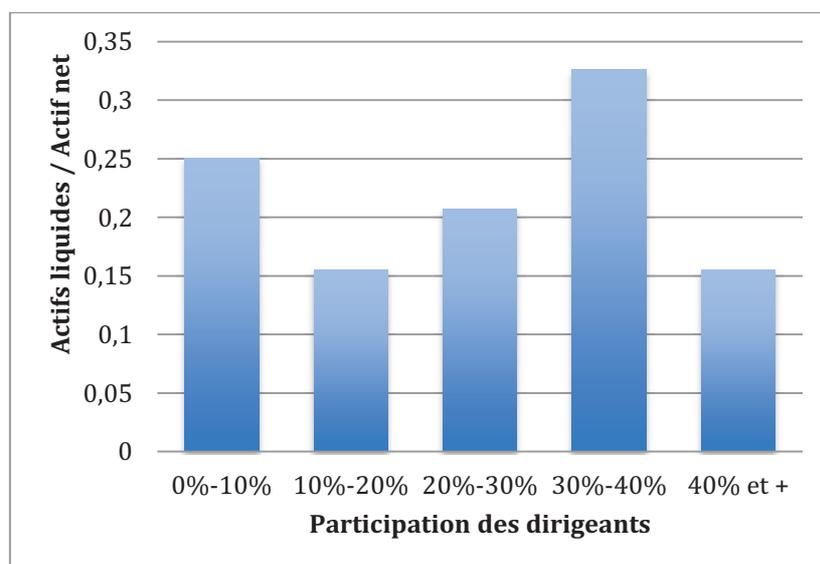
#### *5.2.1.3. La propriété managériale*

On peut remarquer dans le tableau 18 que la variable « propriété managériale » présente un coefficient négatif et significatif au seuil de 5%. Plus la participation des dirigeants au capital de l'entreprise est importante, moins le niveau de liquidités est élevé. Cela dit, on constate, comme Ozkan et Ozkan (2004), que la relation n'est pas linéaire. Il est possible de constater, en effet, que les variables « propriété manageriale<sup>2</sup> » et « propriété manageriale<sup>3</sup> » présentent respectivement un coefficient positif et négatif significatifs au seuil de 5%. Cela signifie qu'à mesure qu'elle augmente, la propriété managériale produit un effet sur le niveau d'actifs liquides d'abord négatif puis positif et enfin de nouveau négatif.

Il est possible d'interpréter ce résultat de la manière suivante : à un faible niveau de participation, les intérêts des dirigeants sont divergents de ceux des actionnaires, ils surinvestissent et dépensent les liquidités. Lorsque la participation des dirigeants atteint un niveau intermédiaire, leurs intérêts sont alignés sur ceux des actionnaires et le surinvestissement diminue à mesure que le niveau de participation augmente. Cela dit, lorsque la participation des dirigeants dépasse un certain seuil, l'impact de la participation managériale devient négatif à mesure que l'incitation au tunneling augmente et domine l'effet d'alignement.

Cette relation est confirmée par le graphique ci-dessous qui représente le lien entre la participation des dirigeants et le niveau d'actifs liquides. On constate que le niveau moyen d'actifs liquides diminue lorsque la participation des dirigeants est comprise entre 10 à 20 %, augmente jusqu'à ce que la participation des dirigeants atteigne 30 à 40 % avant de diminuer de nouveau lorsque la propriété managériale dépasse 40% des droits de vote.

**FIGURE 14: LE LIEN ENTRE LE NIVEAU D'ACTIFS LIQUIDES ET LA PARTICIPATION DES DIRIGENTS AU CAPITAL**



### 5.2.2. *L'impact du contrôle du conseil d'administration*

La variable « taille du conseil d'administration » présente un coefficient positif mais non significatif et ne permet donc pas de valider l'hypothèse de l'impact du nombre d'administrateurs sur le niveau de liquidités. Par contre, la variable « indépendance du conseil » présente un coefficient positif et significatif au seuil de 1%. Plus le pourcentage d'administrateurs indépendants est élevé plus le niveau de liquidités détenues augmente.

Enfin la dualité des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général impacte négativement (coefficient significatif au seuil de 5%) le niveau d'actifs liquides.

Ces résultats sont cohérents avec la théorie du free cash-flow. La concentration des pouvoirs des dirigeants (grâce au cumul des mandats de directeur général et de président du CA) leur permet de dépenser les actifs liquides de manière discrétionnaire et de surinvestir, alors que l'efficacité du contrôle du conseil d'administration (mesurée par le nombre d'administrateurs indépendants) augmente le niveau d'actifs liquides.

En résumé, les résultats des tests de régression du modèle (A.6) semblent privilégier l'hypothèse d'une relation positive entre le niveau des actifs liquides et l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise. De même que pour Dittmar et al. (2007), les résultats indiquent que la gouvernance d'entreprise permet d'« immobiliser » les actifs liquides dans l'entreprise, tandis que l'opportunisme des dirigeants et/ou des actionnaires majoritaires conduit au surinvestissement et au gaspillage et donc à la diminution du niveau des liquidités.

**TABLEAU 18: IMPACT DES VARIABLES DE GOUVERNANCE SUR LE NIVEAU DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES PAR LA METHODE DES MOINDRES CARRES ORDINAIRES**

Variables explicatives	Variable expliquée : Actifs liquides / Total actif			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Variables financières</b>				
Taille	-0.00482***	-0.00952***	-0.00522***	-0.00684***
Levier	-0.202***	-0.208***	-0.215***	-0.211***
TobinQ	0.0149***	0.0135***	0.0152***	0.0166***
Tangibilité	-0.106***	-0.110***	-0.109***	-0.110***
Rentabilité	-0.0547***	-0.0567***	-0.0562***	-0.0581***
Volatilité	0.189***	0.191***	0.184***	0.188***
1/Z-score	0.0113**	0.0138**	0.0121**	0.0127**
Dividendes	0.0870	0.0857	0.0639	0.0340
BFR	-0.212***	-0.209***	-0.211***	-0.208***
R&D	0.386***	0.334***	0.357***	0.322***
<b>Variable de gouvernance</b>				
Vote 1	-0.0769***			
P. familiale	0.0264***			
P. institutionnelle	-0.0119***			
Vote 3		-0.0365***		
Séparation		-0.0355***		
Structure pyramidale		-0.0144***		
Cotation à l'étranger		0.0234***		
P. managériale			-0.146**	
P. managériale <sup>2</sup>			0.504**	
P. managériale <sup>3</sup>			-0.465**	
Taille du CA				0.000489
Indépendance du CA				0.0364***
Dualité				-0.00923**
Constante	0.334***	0.418***	0.319***	0.323***
Observations	1,110	1,110	1,110	1,110
R-squared	0.465	0.468	0.449	0.454

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 5.3. Construction d'un indice synthétique de gouvernance

La variable *Gouv<sub>it</sub>* représente un indice de gouvernance construit grâce à une analyse factorielle en composantes principales. Cette méthode permet d'agréger l'ensemble des variables de gouvernance utilisées en un seul indice.

L'analyse factorielle permet, en effet, de condenser l'information contenue dans différentes caractéristiques de gouvernance en un indice qui explique autant que possible la variance totale des données. Cette méthode a été utilisée par des études récentes comme celles de Larcker, Richardson et Tuna (2007) ou de Florackis et Ozkan (2009).

Comme l'indice représente la somme pondérée des poids de chaque variable utilisée, cette méthode offre l'avantage de ne pas considérer que les variables de gouvernance contribuent de manière égale à l'indice de gouvernance (comme c'est le cas des indices de Gompers et al. (2003) ou de Cremers & Nair (2005) par exemple) ou de choisir de manière *ex ante* et arbitraire le poids de ces variables dans l'indice.

L'utilisation d'un nombre réduit de variables permet également d'éviter le problème de multicolinéarité qui risque d'apparaître lorsque de nombreuses mesures sont utilisées. Afin d'éviter ce problème, les variables de gouvernance peuvent être utilisées de manière indépendante dans plusieurs modèles mais cette approche fait l'impasse sur liens entre les variables. Agrawal et Knoeber (1996) montrent, en effet, que la gouvernance d'entreprise est multidimensionnelle et que les variables de gouvernance sont interdépendantes. L'analyse en composantes principales permet, quant à elle, de prendre en considération cette interdépendance.

Pour que l'analyse factorielle soit pertinente, il convient de vérifier que les données se prêtent à l'analyse factorielle et qu'elles offrent une interprétation économique commune. Trois tests permettent de vérifier cette condition :

Le déterminant de la matrice de corrélation des prédicteurs présente la variance généralisée. Il peut prendre une valeur entre 0 et 1. Selon Field (2000), le déterminant doit être proche de 0 sans être inférieur à  $10^{-5}$ . Ici, le test révèle une valeur de 0,012, soit une valeur proche de 0 mais supérieur à  $10^{-5}$ . Il existe donc bien une redondance dans les données qui justifie l'utilisation de l'ACP.

Par ailleurs, pour que les données soient considérées comme « factorisables », l'indice KMO doit donner une valeur supérieure à 0,6. Dans le cas présent, l'indice est égal à 0,805 soit une valeur « très bonne » sur l'échelle de Kaier (1974)<sup>76</sup>.

Déterminant de la matrice de corrélation

Det= 0.012

Test de sphéricité de Bartlett

Chi-square = 864.211

Degrees of freedom = 66

P-value = 0.000

Mesure de précision de l'échantillonnage de Kaiser-Meyer-Olkin

KMO = 0.807

L'analyse en composantes principales permet de réduire les données en ne retenant que les facteurs qui contribuent le plus à la variance des données. L'indice retenu ici présente une valeur propre supérieure à l'unité (4,374). Il explique à lui seul 36,69% de la variance de l'ensemble des données de gouvernance.

**TABLEAU 19 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE L'INDICE DE GOUVERNANCE**

	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Médiane	Maximum
Indice gouvernance	0	2.0964	-4.3949	0.1038	3.8175

<sup>76</sup>Inacceptable en dessous de 0,5 / Médiocre entre 0,5 et 0,6 / Moyen entre 0,6 et 0,7 / Bien entre 0,7 et 0,8 / Très bien entre 0,8 et 0,9 / excellent au delà de 0.9.

**TABLEAU 20 : ANALYSE EN COMPOSANTES PRINCIPALES DES VARIABLES DE GOUVERNANCE**

Matrice de corrélation

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12
X1 Concentration	1											
X2 P. Familiale	,573**	1										
X3 P. Institutionnelle	-,228**	-,318**	1									
X4 P. Managériale	,439**	,646**	-,294**	1								
X5 Cotation à l'étranger	-,295**	-,346**	,148*	-,337**	1							
X6 Séparation	-,429**	-,330**	,312**	-,160*	0,137	1						
X7 Taille du CA	-,250**	-,368**	,196**	-,369**	,569**	0,078	1					
X8 Indépendance du CA	-,407**	-,444**	,278**	-,391**	,561**	,242**	,702**	1				
X9 Dualité	0,133	-0,012	-0,084	,223**	-0,097	-0,028	-0,08	-,182**	1			
X10 Fondateur	,165*	,334**	-,171*	,398**	-,249**	-,139*	-,403**	-,364**	,203**	1		
X11 Directeur familial	-,270**	-,262**	0,077	-,279**	,451**	0,078	,364**	,319**	-0,033	-,157*	1	
X12 Propriété pyramidale	-,246**	-,212**	0,121	-,238**	,485**	0,056	,572**	,441**	-,148*	-,307**	,525**	1

Répartition des valeurs propres et des variances des composantes

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C8	C9	C10	C11	C12
Eigen values	4,374	1,645	1,134	0,986	0,892	0,823	0,715	0,680	0,493	0,386	0,362	0,274
Pouvoir explicatif	0,337	0,127	0,087	0,076	0,069	0,063	0,055	0,052	0,038	0,030	0,028	0,021
Pouvoir explicatif cumulé	0,337	0,463	0,550	0,626	0,695	0,758	0,813	0,865	0,903	0,933	0,961	0,982

Poids des variables dans les trois indices

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12
Indice1	-0,298	-0,338	0,197	-0,326	0,333	0,177	0,358	0,376	-0,107	-0,2587	0,264	-0,036
Indice2	0,317	0,313	-0,323	0,162	0,235	-0,446	0,272	0,088	-0,067	-0,014	0,288	0,332
Indice3	-0,075	-0,060	-0,086	0,276	0,191	0,122	0,073	0,008	0,745	0,334	0,265	-0,316

### *Conclusion du chapitre 3*

L'analyse des facteurs explicatifs de la décision de détention d'actifs liquides est tributaire des modèles théoriques mobilisés à cette fin (la théorie de l'arbitrage, la théorie du financement hiérarchique et la théorie du free cash-flow), des variables retenues et des hypothèses de travail confrontés à la réalité du comportement des entreprises cotées au SBF 250 entre 1999 et 2010.

Les résultats de cette étude empirique indiquent la supériorité de la théorie de l'arbitrage pour expliquer le comportement réel des entreprises de l'échantillon. L'utilisation du modèle d'ajustement partiel confirme qu'il existe bien un niveau optimal d'actifs liquides qui découle de l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la détention d'actifs liquides. D'un côté, elle permet aux entreprises d'économiser les coûts de transactions liées au financement externe, de saisir les opportunités d'investissement et représente un coussin de protection des entreprises face à une chute non anticipée du cash-flow et au risque de détresse financière (en particulier en périodes de crises économiques et de contractions du crédit). Elle présente, d'un autre côté, des inconvénients relatifs au coût d'opportunité du capital, car le rendement des actifs liquides est faible voire nul. Par ailleurs, dans une version étendue de la théorie de l'arbitrage, il est possible d'intégrer les prédictions de la théorie du free cash-flow dès lors que l'on considère que les inconvénients de la détention d'actifs liquides ne concernent pas uniquement le coût d'opportunité du capital mais également le risque de surinvestissement et de détournement des liquidités.

Ainsi, le niveau cible de liquidités découle de l'arbitrage entre les coûts et les avantages de la détention de liquidités. Les résultats des tests de régression indiquent qu'il augmente avec la hausse du coût du financement externe, des opportunités d'investissements, du coût de conversion de actifs en cash, de la distribution de dividendes, de la volatilité des revenus ou des coûts de détresse financière. En revanche, le niveau cible de liquidités diminue avec la hausse de la rentabilité qui augmente le coût d'opportunité du capital placé en liquidités. Cette conclusion suscite toutefois une nouvelle question : quelles sont les différentes implications de la détention de liquidités sur l'investissement, la performance et la valeur? C'est ce que nous allons tenter de voir dans le chapitre suivant.

**TABLEAU 21 : SYNTHÈSE DES VÉRIFICATIONS DES HYPOTHÈSES CONCERNANT LES DÉTERMINANTS DE LA DÉTENTION D'ACTIFS LIQUIDES**

Hypothèses	Confirmées	Non confirmées
<b>LES FACTEURS EXPLICATIFS DE LA DÉTENTION D'ACTIFS LIQUIDES</b>		
H.1.1.a. La taille des entreprises a un impact négatif sur le niveau d'actifs liquides.	X	
H.1.1.b. Il existe une relation positive entre la taille des entreprises et le niveau de détention d'actifs liquides		X
H.1.2.a Il existe une relation positive entre le levier d'endettement et liquidités.		X
H.1.2.b. Il existe une relation négative entre le levier d'endettement et les liquidités	X	
H.1.3.a Plus les opportunités d'investissement sont importantes plus les entreprises accumulent de liquidités.	X	
H.1.3.b Plus les opportunités d'investissement sont faibles plus les entreprises accumulent de liquidités.		X
H.1.4. Le niveau des actifs liquides est faible lorsque les actifs tangibles représentent une part importante des actifs des entreprises	X	
H.1.5.a Il existe une corrélation positive entre détention d'actifs liquides et la profitabilité des entreprises.		X
H.1.5.b Il existe une corrélation négative entre détention d'actifs liquides et la profitabilité des entreprises.	X	
H1.6. La volatilité du cash-flow augmente le niveau de détention d'actifs liquides.	X	
H.1.7.a Il existe une corrélation positive entre détention d'actifs liquides et la probabilité de détresse financière.	X	
H.1.7.b Les liquidités sont négativement corrélées à la probabilité de détresse financière		X
H.1.8.a. Plus les entreprises distribuent des dividendes, moins elles accumulent des actifs liquides.		X
H.1.8.b. Plus les entreprises distribuent des dividendes, plus elles accumulent des actifs liquides.	X	
H.1.9. Plus les entreprises investissent en projets de R&D, plus elles accumulent des liquidités.	X	
H.1.10. Le BFR est négativement lié à la détention d'actifs liquides.	X	
H.1.11 Les conditions macro-économiques ont un impact significatif sur le niveau des actifs liquides des entreprises	X	
H.1.12 Les conditions macro-économiques ont un impact modérateur significatif sur la relation entre le niveau des actifs liquides et ses déterminants	X	
H.1.13. La concentration de l'actionnariat a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.14. L'actionnariat familial a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.15. L'actionnariat institutionnel a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.16. La participation des dirigeants au capital a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.17. La taille du conseil d'administration a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.		X
H.1.18. L'indépendance du conseil d'administration a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.19. Le cumul des fonctions de président du CA et de directeur général de l'entreprise a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.20. La séparation entre les droits de propriété et les droits de vote a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	
H.1.21. La cotation à l'étranger des titres de l'entreprise a un impact significatif sur le niveau des actifs liquides.	X	

---

## **CHAPITRE 4 : LES IMPLICATIONS DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES SUR L'INVESTISSEMENT, LA PERFORMANCE ET LA VALEUR**

Dans le chapitre précédent, il est question des facteurs motivant la décision de la détention d'actifs liquides à partir de données empiriques. L'analyse a ainsi contribué à donner des éclairages sur les motivations de la détention d'actifs liquides. Il reste maintenant à en explorer les différentes implications.

La réponse à cet objectif se fera à travers trois sections : la première apportera un éclairage sur l'impact de la détention d'actifs liquides sur l'investissement, la seconde sur la performance de l'entreprise et la troisième sur la valeur de marché des entreprises tout en prenant en considération le rôle modérateur des caractéristiques financières des entreprises, des contraintes de financement, des conditions macro-économiques et de la gouvernance d'entreprise.

## SECTION I - L'IMPACT DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES SUR L'INVESTISSEMENT

De nombreux travaux de recherche<sup>77</sup> ont montré l'existence d'une corrélation positive entre le niveau d'actifs liquides et les dépenses d'investissement des entreprises. Ces études montrent que les ressources internes constituent souvent un préalable aux décisions d'investissement. Selon Stein (2003), il est évident que les entreprises qui détiennent d'importants niveaux d'actifs liquides investissent davantage mais on ignore les raisons de cette relation. En effet, deux hypothèses se confrontent sur le lien entre liquidités et investissement :

Selon la première, en présence de l'asymétrie d'information et des contraintes de financement, l'excès de liquidités diminue le risque de sous-investissement et crée de la valeur ; alors que pour la deuxième hypothèse stipule qu'en l'absence d'opportunités d'investissement, l'excès de liquidités augmente les risques de surinvestissement et, au contraire, détruit de la valeur.

L'objectif de cette section est double. Dans un premier temps, il s'agira d'analyser la sensibilité des investissements au niveau du cash-flow et d'actifs liquides détenus avant de vérifier si cette sensibilité est motivée par la volonté d'éviter le problème de sous-investissement lié à l'asymétrie informationnelle et aux contraintes de financement ou par la préférence des dirigeants pour le surinvestissement et la construction d'empires. Ce test permet donc de vérifier les prédictions de sous-investissement et de surinvestissement.

En d'autres termes, quels facteurs influencent la sensibilité des investissements aux actifs liquides: les problèmes d'agence de la discrétion managériale ou/et l'asymétrie informationnelle et les contraintes de financement?

---

<sup>77</sup>Voir notamment Blanchard, et al. (1994), Harford (1999), Bates (2005) ou Richardson, (2006).

## 1. Présentation des hypothèses et des variables

Ce paragraphe présente les différentes hypothèses et variables de travail.

### 1.1. Présentation des hypothèses

Afin de déterminer si les actifs liquides permettent de réduire la sensibilité des investissements aux actifs liquides des entreprises contraintes financièrement, Il s'avère nécessaire de procéder par étapes. La première vise à vérifier si les investissements sont bien dépendants du cash-flow, et si cette dépendance est plus importante pour les entreprises contraintes financièrement. Ensuite, la sensibilité des investissements aux actifs liquides est testée avant de vérifier si les actifs liquides permettent de réduire la sensibilité de l'investissement au cash-flow.

- *La sensibilité des investissements au cash-flow*

Le modèle utilisé est similaire à celui de Fazzari et al. (1988) pour mesurer la sensibilité des dépenses d'investissement aux cash-flows. Ce modèle comprend deux variables indépendantes : le Tobin Q pour contrôler les opportunités de croissance et le cash-flow.

$$I_{it} = \beta_1 \text{TobinQ} + \beta_2 \text{CashFlow}_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$$

En l'absence de frictions sur les marchés financiers, les investissements ne seraient sensibles qu'aux opportunités de croissance et le cash-flow n'aurait aucune influence ( $\beta_2 = 0$ ).

L'estimation du coefficient  $\beta_2$  est par conséquent l'objectif de ce test car il renseigne sur la sensibilité des investissements aux cash-flows.

Avec :

$$\beta_2 = \Delta(\text{depenses d'investissement}) / \Delta(\text{cash} - \text{flow})$$

Hypothèses :

**H.2.1.a. Les dépenses d'investissements sont sensibles au cash-flow.  $\beta_2 > 0$**

**H.2.1.b Les dépenses d'investissements ne sont pas sensibles au cash-flow.  $\beta_2 = 0$**

### *L'impact modérateur des contraintes de financement sur la sensibilité des investissements au cash-flow*

Afin de mesurer l'impact des contraintes de financement sur la relation entre le cash-flow et les dépenses d'investissement, l'échantillon d'entreprises est divisé en deux groupes : un groupe d'entreprises contraintes financièrement et un groupe d'entreprises non contraintes :

HCF (LCF) est une variable muette qui prend la valeur de 1 si la mesure des contraintes de financement de l'entreprise est supérieure (inférieure) à la médiane.

$$I_{it} = \beta_1 TobinQ + \beta_2 HCF_{it} * CashFlow_{it} + \beta_3 LCF_{it} * CashFlow_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$$

Hypothèse :

**H.2.2. Les contraintes de financement aggravent la dépendance des investissements des entreprises à la disponibilité des cash-flows. Dans ce cas :  $\beta_2 > \beta_3$ .**

- *La sensibilité des investissements aux actifs liquides*

Après avoir contrôlé les opportunités de croissance et le cash-flow, nous vérifions si les investissements sont sensibles aux actifs liquides accumulés.

$$I_{it} = \beta_1 TobinQ + \beta_2 CashFlow_{it} + \beta_3 Cash_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$$

Hypothèses :

**H.2.3.a Les dépenses d'investissements sont sensibles aux actifs liquides.  $\beta_3 > 0$**

**H.2.3.b. Les dépenses d'investissements ne sont pas sensibles aux actifs liquides.  $\beta_3 = 0$**

- Est-ce que les liquidités réduisent la sensibilité des dépenses d'investissement au cash-flow ?

Afin d'étudier l'influence des actifs liquides sur la sensibilité des investissements au cash-flow, une variable d'interaction est utilisée par Kim (2011) entre actifs liquides et cash-flow: «  $CashFlow_{it} . Cash_{it}$  ».

$$I_{it} = \beta_1 TobinQ + \beta_2 CashFlow_{it} + \beta_3 Cash_{it} + \beta_4 CashFlow_{it} * Cash_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$$

Comme pour le test précédent, l'échantillon est divisé en deux groupes:

Un groupe d'entreprises contraintes financièrement et un groupe d'entreprises non contraintes financièrement.

$$I_{it} = \beta_1 \text{TobinQ} + \beta_2 \text{CashFlow}_{it} + \beta_3 \text{Cash}_{it} + \beta_4 \text{LCF}_{it} * \text{CashFlow}_{it} * \text{Cash}_{it} + \beta_5 \text{HCF}_{it} * \text{CashFlow}_{it} * \text{Cash}_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (B.1)$$

Le but de cette équation est d'étudier la différence de l'influence des actifs liquides sur la sensibilité des investissements au cash-flow entre entreprises contraintes et entreprises non contraintes financièrement.

Hypothèses :

**H.2.4. Les actifs liquides réduisent la sensibilité des investissements aux contraintes de financement.  $\beta_4 > \gamma_4$**

- *L'influence modératrice de la gouvernance d'entreprise et des contraintes de financement sur la sensibilité des investissements aux actifs liquides*

Si les réserves de liquidités internes permettent aux entreprises de poursuivre leurs programmes d'investissement lorsque les sources de financement externes sont coûteuses ou non disponibles, elles représentent d'un autre côté un risque de destruction de valeur car laissées à la discrétion des dirigeants, le risque d'opportunisme pesant sur ces actifs est fort et ces liquidités risquent d'être gaspillées.

Selon la théorie du free cash-flow, les dirigeants qui ne sont pas suffisamment contrôlés sont incités à investir au-delà du niveau cible d'investissement. La gouvernance d'entreprise devrait diminuer le risque de surinvestissement et donc avoir un effet modérateur négatif sur l'impact des actifs liquides sur l'investissement.

**H.2.5. La gouvernance d'entreprise a un effet modérateur négatif la sensibilité des investissements aux actifs liquides**

$$I_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 \text{TobinQ} + \beta_2 \text{CashFlow}_{it} + \beta_3 \text{Cash}_{it} + \beta_5 \text{Gouv}_{it} \cdot \text{Cash}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Enfin, comme les problèmes de sous-investissement et de surinvestissement peuvent apparaître chez la même entreprise (Stein, 2003; Franzoni, 2009; Lee & Sheu, 2011), le

modèle suivant étudie simultanément le rôle modérateur des contraintes de financement et de la gouvernance d'entreprise.

$$I_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Gouv_{it} + \beta_3 Gouv_{it-1} \cdot Cash_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 CF_{it} \cdot Cash_{it} + \beta_6 TobinQ + \varepsilon_{it}$$

## 1.2. Présentation des variables retenues

Les dépenses d'investissements sont mesurées par les investissements nets soit les dépenses d'investissements après déduction des amortissements (Lang, Ofek, & Stulz, 1996; Denis & Sibilkov, 2010) et les opportunités d'investissements sont représentées par la variable Q de Tobin (1969).

$$I_{it} = \frac{Capex_t - Amortissements_t}{Total\ actif_{it}}$$

$$TobinQ = \frac{Valeur\ de\ marché\ des\ capitaux\ propres + valeur\ des\ dettes}{Valeur\ comptable\ des\ capitaux\ propres + valeur\ des\ dettes}$$

$$CashFlow = \frac{RCAI_t}{Total\ actif_{it}}$$

$$Cash = \frac{actifs\ liquides_t}{Total\ actif_{it}}$$

- *Critères d'identification des entreprises contraintes financièrement*

Les entreprises contraintes financièrement sont identifiées grâce aux deux principaux critères utilisés dans la littérature, à savoir la taille et l'indice Whited et Wu (2006). Nous rappelons que le concept de contraintes de financement est lié à la difficulté d'accès aux sources de financement. La division de l'échantillon selon ces critères permet d'identifier les entreprises dont les coûts de financement sont plus élevés, qui rencontrent plus de difficultés à lever des fonds externes et qui, théoriquement, ont besoin de détenir des liquidités au motif de précaution.

**La Taille:** Les entreprises de petite taille connaissent plus de difficultés d'accès au marché des capitaux (Gilchrist & Himmelberg, 1995; Erickson & Whited, 2000). L'argument avancé est que les entreprises de petite taille sont typiquement plus jeunes, moins connues et plus vulnérables aux imperfections des marchés des capitaux. Les entreprises de petite taille sont susceptibles de faire face au problème d'asymétrie d'information et ont par conséquent plus de difficultés à accéder au financement externe. Une entreprise est considérée comme contrainte

financièrement lorsque la valeur comptable du total de son actif est en dessous de la valeur médiane de l'échantillon.

**L'indice WW**, proposé par Whited et Wu (2006), est défini comme le coût fictif du financement externe et représente l'écart entre les sources internes et les sources externes de financement. L'indice est plus élevé pour les entreprises les plus contraintes financièrement.

L'indice est calculé selon la formule suivante :

$$WW = -0.091 \text{ Cash-Flow} - 0.062 \text{ DIV} + 0.021 \text{ TLTD} - 0.044 \text{ LNTA} + 0.102 \text{ ISG} + 0.035 \text{ SG}$$

*DIV* = Variable dichotomique qui prend la valeur de 1 si l'entreprise distribue des dividendes et 0 dans le cas contraire.

*TLTD* = Dette à long terme / total actif

*LNTA* = Logarithme naturel du total actif

*SG* = Croissance du chiffre d'affaires

*ISG* = Croissance du chiffre d'affaires du secteur d'activité auquel appartient l'entreprise

Selon cet indice, une entreprise est d'autant plus contrainte financièrement que son cash-flow est faible, que sa dette est élevée, qu'elle ne distribue pas de dividendes et que le taux de croissance de son chiffre d'affaires est faible.

En résumé, cette partie de l'étude empirique a pour objectif, dans un premier temps, d'estimer l'impact du niveau de détention d'actifs liquides sur l'investissement des entreprises ainsi que l'impact modérateur des actifs liquides sur la dépendance des investissements au cash-flow. Dans un deuxième temps, il s'agira de déterminer si l'impact des actifs liquides sur l'investissement est motivé par la volonté des dirigeants de diminuer la dépendance des investissements au cash-flow face aux contraintes de financement ou par leur volonté de surinvestir et de construire des empires.

## 2. Présentation des résultats des tests de régression

Le but de ce paragraphe est d'analyser la sensibilité des investissements aux actifs liquides ainsi que l'impact des déviations du niveau optimal d'actifs liquides. On terminera sur l'influence modératrice de la gouvernance d'entreprise et des contraintes de financement sur la sensibilité des investissements aux actifs liquides.

### 2.1. La sensibilité des investissements aux actifs liquides

Quel est l'impact des actifs liquides sur l'investissement des entreprises et sur la sensibilité des investissements au cash-flow ?

Avant toute chose, il est important de signaler que le tableau 22 indique que la variable « TobinQ » est significativement liée aux dépenses d'investissements avec des coefficients positifs dans l'ensemble des modèles. Ce résultat semble donc indiquer que la variable Q de Tobin est un bon indicateur des opportunités d'investissements comme proposé, entre autres, par Fazzari, Hubbard et Peterson (1988).

Le coefficient positif de la variable « cash-flow » du modèle (1) confirme l'hypothèse H.2.1 de l'existence de contraintes de financement. Le tableau 22 indique, en effet, que les investissements des entreprises ne dépendent pas uniquement de l'existence d'opportunités d'investissement mais également de la présence de sources internes de financement (le cash-flow interne).

Le modèle (2) reprend la même régression en comparant la sensibilité des investissements au cash-flow des entreprises contraintes financières et celle des entreprises non contraintes<sup>78</sup>. Conformément à l'hypothèse H.2.2, le coefficient de régression des entreprises contraintes financièrement est supérieur au coefficient des entreprises non contraintes. Les entreprises contraintes financièrement ont davantage besoin de flux de liquidités internes afin de financer leurs investissements.

Le modèle (3) montre que les actifs liquides impactent significativement les dépenses d'investissement des entreprises. En effet, le coefficient positif de la variable « actifs

---

<sup>78</sup> Les contraintes de financement sont mesurées par l'indice Whited & Wu (2006). A noter que l'utilisation du critère taille donne un résultat similaire.

liquides » indique que plus le niveau de liquidités est élevé plus les dépenses d'investissement des entreprises augmentent. L'hypothèse H.2.3 est ainsi confirmée.

Le coefficient négatif de la variable d'interaction entre les actifs liquides et le cash-flow du modèle (4) indique que les actifs liquides agissent négativement sur la sensibilité des investissements au cash-flow. La disponibilité des actifs liquides permet donc d'améliorer l'efficacité du programme d'investissement de l'entreprise (mesurée par la sensibilité des investissements au cash-flow). Cet impact négatif est d'autant plus important que l'entreprise subit des contraintes de financement. En effet, dans le modèle (5) une distinction est effectuée selon le critère de la sévérité des contraintes de financement. Les résultats montrent que l'impact des actifs liquides sur la sensibilité des investissements au cash-flow est négatif dans les deux cas, mais qu'il est bien plus fort pour les entreprises les moins contraintes financièrement que pour les entreprises non contraintes. Ces résultats sont similaires à ceux mis en évidence par Kim (2011) dans le contexte américain.

**TABLEAU 22 : RESULTATS DES REGRESSIONS PAR LA METHODE SYS-GMM  
 DE LA SENSIBILITE DE L'INVESTISSEMENT AUX ACTIFS LIQUIDES**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variables explicatives	Variable expliquée : Investissement <sub>it</sub>				
Investissement <sub>it-1</sub>	0.112***	0.135***	0.115***	0.127***	0.206***
Opportunités	0.00874***	0.00994***	0.00724***	0.00266***	0.00396***
Cash-flow	0.149***		0.144***	0.137***	0.150***
LWW*CF		0.0647***			
HW*CF		0.157***			
Actifs liquides			0.104***	0.0578***	0.0349***
AL*CF				-0.0286***	
HW*AL*CF					-0.516***
LWW*AL*CF					-0.0698***
Constante	-0.000777	-0.0031***	-0.0185***	0.00346***	0.0250***
Sargan test	162.53	193.83	15,5	197,41	193.97
P-value	0.114	0.510	0,301	0,998	1.000
m1	-2.34	-2.35	-2,35	-2,37	-2.37
P-value	0.019	0.019	0,019	0,018	0.018
m2	0.97	1.13	1,23	1,32	1.30
P-value	0.332	0.259	0,220	0,186	0.195
Observations	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020

Seuils de significativité : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Afin d'assurer la robustesse des résultats précédents, l'adoption d'une méthodologie alternative inspirée des travaux de Marchica et Mura (2008) utilisant les déviations du niveau d'actifs liquides s'avère nécessaire.

## 2.2. L'impact des déviations du niveau optimal d'actifs liquides sur l'investissement des entreprises

Dans ce paragraphe, il s'agit de vérifier si les déviations (excédentaires ou déficitaires) du niveau d'actifs liquides par rapport au niveau optimal (c'est-à-dire les résidus du modèle de

régression du niveau optimal de liquidités) affectent le niveau d'investissement ainsi que la sensibilité des investissements au cash-flow. Pour cela deux variables sont créées : la variable « Statut\_D » est une variable muette qui prend la valeur de 1 si le statut de la trésorerie est déficitaire par rapport au niveau optimal (valeurs négatives des résidus de la régression du niveau optimal d'actifs liquides). A l'inverse, la variable « Statut\_E » est une variable muette qui prend la valeur de 1 si le statut de la trésorerie est excédentaire par rapport au niveau optimal (valeurs positives des résidus de la régression du niveau optimal d'actifs liquides) et 0 autrement.

Tout d'abord, il apparaît dans le tableau 23 que, comme dans le test précédent, les dépenses d'investissement sont positivement liées aux opportunités d'investissement et au cash-flow des entreprises dans les trois modèles. Ensuite, le coefficient négatif de la variable « statut déficitaire » du modèle (2) indique que les déficits de liquidités diminuent les dépenses d'investissement des entreprises et le coefficient positif de la variable d'interaction entre le statut déficitaire et le cash-flow indique que les déficits de liquidités augmentent la sensibilité des investissements aux flux de trésorerie.

A l'inverse, le modèle (3) montre que les excédents de liquidités impactent positivement les dépenses d'investissement des entreprises et que le statut excédentaire diminue la dépendance de l'investissement au cash-flow. Les investissements des entreprises excédentaires en liquidités affichent une plus grande capacité d'investissement et une plus faible dépendance des investissements au flux de trésorerie. Autrement dit, les entreprises excédentaires en liquidités utilisent moins leurs cash-flows afin de financer leurs investissements.

Ce dernier résultat contredit la théorie du free cash-flow dans la mesure où une entreprise qui surinvestit utilise ses ressources internes afin d'éviter la surveillance des créanciers. Par ailleurs, le surinvestissement augmente le coût et la disponibilité du financement externe et par conséquent le besoin de ressources internes pour financer des projets peu rentables.

Les déviations du niveau optimal de liquidités des entreprises agissent significativement sur la sensibilité des investissements au cash-flow. Le statut déficitaire agit positivement sur la dépendance des investissements aux ressources internes. Lorsque les entreprises détiennent un niveau de liquidités inférieur au niveau optimal, l'investissement est plus sensible au cash-flow interne.

**TABLEAU 23: RESULTATS DE L'INFLUENCE DES DEVIATIONS DU NIVEAU OPTIMAL D'ACTIFS LIQUIDES SUR L'INVESTISSEMENT**

VARIABLES	(1) Investissements	(2) Investissements	(3) Investissements
Investissement <sub>t-1</sub>	0.112***	0.202***	0.191***
Opportunités	0.00874***	0.00374***	0.00327***
Cash-flow	0.149***	0.0732***	0.166***
Statut_D		-0.00472***	
AL*CF*Statut_D		0.0879***	
Statut_E			0.00654***
AL*CF*Statut_E			-0.0976***
Constante	-0.000777	0.0274***	0.0244***
Sargan	162.53	195,33	197,41
P-value	0.114	0,773	0,740
m1	-2.34	2.37	-2,37
P-value	0.019	0.018	0.018
m2	0.97	1.37	1.32
P-value	0.332	0.178	0.186
Observations	2,020	2,020	2,020

Seuils de significativité : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Il semble que la détention d'excès de liquidités augmente la capacité d'investissement des entreprises. Il reste à savoir si ce lien est motivé par la volonté d'éviter le sous-investissement ou par la préférence pour le surinvestissement des dirigeants.

L'analyse a montré que l'investissement dépend, en plus des opportunités d'investissement, de la disponibilité à la fois du cash-flow et des réserves de liquidités. Cela dit, est-ce que cette dépendance est due aux contraintes de financement dans la mesure où les entreprises contraintes financièrement préfèrent autofinancer leurs projets d'investissement afin d'éviter de transférer la valeur des actionnaires en place aux créanciers ou aux futurs actionnaires ou est-elle due à la préférence des dirigeants pour le surinvestissement et la construction d'empires ?

Pour tenter de répondre à cette question, la méthodologie de Vogt (1994) est retenue en utilisant les opportunités d'investissements des entreprises pour distinguer les problèmes de sous-investissement des problèmes de surinvestissement. Lorsque les opportunités d'investissement sont élevées, le risque de sous-investissement augmente, alors que les entreprises qui ne disposent pas d'opportunités risquent d'investir dans des projets non rentables détruisant de la valeur.

Les résultats du modèle (2) du tableau 24 indiquent que le coefficient de la variable d'interaction entre les actifs liquides et les opportunités d'investissement « actifs liquides\*Q » est positif et significatif. Ce signe positif indique que plus l'entreprise a des opportunités d'investissement plus la sensibilité des investissements aux actifs liquides est importante. Ce résultat ne permet donc pas de confirmer la théorie du free cash-flow selon laquelle les entreprises ne disposant pas d'opportunités d'investissement sont incitées à surinvestir. En fait, ce sont les contraintes de financement qui modèrent la relation entre les actifs liquides et l'investissement puisque les opportunités d'investissements augmentent l'asymétrie informationnelle entre l'entreprise et ses créanciers ; ce qui pousse les entreprises à privilégier l'autofinancement sur les sources de financement externes.

Afin de confirmer ce résultat, l'adaptation du modèle utilisé par Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991) pour étudier l'impact des opportunités d'investissements sur la sensibilité des investissements au cash-flow au Japon et repris par plusieurs auteurs comme Naoui, Elgaied et Bayouhd (2008) en France ou Degryse et De Jong (2006) aux Pays-Bas s'avère pertinente. Ce modèle est adapté à notre problématique en séparant la variable « actifs liquides » en deux groupes d'entreprises en fonction de l'importance des opportunités d'investissements. Ainsi deux variables d'interactions sont créées : la variable « Actifs liquides \* Q élevé » qui désigne les actifs liquides des entreprises dont la variable Tobin Q est supérieure à 1 et la variable « Actifs liquides \* Q faible » qui désigne les actifs liquides des entreprises dont la variable Tobin Q est inférieure à 1. Q élevé (Q faible) est une variable muette qui prend la valeur de 1 lorsque les opportunités d'investissements sont supérieures (inférieures) à la médiane de l'échantillon et 0 autrement.

Les résultats de l'estimation du modèle 3 indiquent que la sensibilité des investissements aux actifs liquides des entreprises disposant d'importantes opportunités d'investissements est plus de deux fois supérieure à celles des entreprises à faibles opportunités d'investissement. Ainsi, comme dans le test précédent, ce résultat souligne la supériorité de la théorie des contraintes

de financement pour expliquer la sensibilité des investissements aux actifs liquides sur la théorie de coûts d'agence du free cash-flow liés à la discrétion managériale.

**TABLEAU 24: LE ROLE MODERATEUR DES OPPORTUNITES  
 D'INVESTISSEMENT SUR LA RELATION ENTRE LES ACTIFS LIQUIDES ET  
 L'INVESTISSEMENT**

VARIABLES	(1) Investissements	(2) Investissements	(3) Investissements
Investissement <sub>t-1</sub>	0.112***	0.130***	0.137***
Opportunités	0.00874***	0.00495***	0.00767***
Cash-flow	0.149***	0.0125***	0.0145***
Actifs liquides		0.00641***	
Actifs liquides * Q		0.00319***	
Actifs liquides * Q faible			0.0229***
Actifs liquides * Q élevé			0.0492***
Constante	-0.000777	0.0165***	0.000379
Test de Sargan	162.53	191.78	188.32
P-value	0.114	0.997	0.998
m1	-2.34	-2.44	-2.38
P-value	0.019	0.015	0.017
m2	0.97	0,85	1.05
P-value	0.332	0.393	0.998
Observations	2,020	2,020	2,020

Seuils de significativité : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 2.3. L'influence modératrice de la gouvernance d'entreprise et des contraintes de financement sur la sensibilité des investissements aux actifs liquides

Le but de ce test est de vérifier le rôle modérateur des contraintes de financement et de la gouvernance d'entreprise sur la sensibilité des investissements aux actifs liquides afin de tester à la fois l'hypothèse de sous-investissement et l'hypothèse de surinvestissement liées à la détention d'actifs liquides.

L'observation du tableau 25 montre que les résultats confirment ces deux hypothèses (H.2.4 et H.2.5). Le coefficient de la variable d'interaction entre les contraintes de financement (indice WW) et les actifs liquides est positif (modèle 1). Plus le coût fictif du financement externe est important, plus les dépenses d'investissements sont sensibles à la disponibilité d'actifs liquides. De même, le coefficient négatif de la variable d'interaction entre la taille de l'entreprise et les actifs liquides (modèle 2) puisque la taille de l'entreprise est un indicateur inverse des contraintes de financement (les entreprises de grande taille sont moins contraintes et dépendent dans une moindre mesure de leurs actifs liquides pour investir que les entreprises de petite taille). Ainsi il apparaît que plus les entreprises sont contraintes financièrement, plus elles ont besoin de détenir des actifs liquides afin de financer leurs investissements.

A l'inverse, la gouvernance d'entreprise modère négativement la relation entre le recours aux actifs liquides et les investissements. Les résultats du modèle 3 indiquent que la variable d'interaction entre la gouvernance d'entreprise et les actifs liquides présente un coefficient négatif. Autrement dit, plus l'indice de gouvernance est élevé moins les entreprises utilisent les actifs liquides pour financer les investissements.

Afin de confirmer que l'impact négatif de la gouvernance d'entreprise sur l'investissement est bien motivé par la volonté de restreindre le surinvestissement, l'échantillon est divisé en deux groupes en fonction de l'importance des opportunités d'investissement (dans les modèles 4 et 5), et par conséquent du risque de surinvestissement puisque, on le rappelle, plus les opportunités d'investissements sont importantes, plus le risque de surinvestissement est faible. Ainsi l'impact négatif de la gouvernance d'entreprise est plus de 10 fois supérieur lorsque le risque de surinvestissement est important et que l'impact est très faible et non significatif lorsque le risque de surinvestissement est faible.

Par ailleurs, les modèles 6 et 7 reprennent les mêmes tests en prenant en compte les deux variables modératrices (à la fois les contraintes de financement à savoir la taille et l'indice Whited et Wu (2006) et l'indice de gouvernance d'entreprise) sans modifier la nature des signes des coefficients ou la significativité statistique des résultats.

Enfin, l'impact des contraintes de financement sur la sensibilité des dépenses d'investissement aux actifs liquides est largement supérieur (en valeurs absolues) à celui de la gouvernance. Ainsi, il est possible de dire que chacune des deux théories peut expliquer une

part de la relation entre actifs liquides et dépenses d'investissement bien que le pouvoir explicatif des contraintes de financement et du risque de sous-investissement semble être bien supérieur au pouvoir explicatif de la gouvernance d'entreprise et du risque d'empire building et de surinvestissement.

Résumons : à cause de l'existence de frictions sur le marché, les investissements ne dépendent pas uniquement de la présence d'opportunités d'investissements, mais également de la disponibilité de ressources internes pour les financer. Face au risque de contraintes de financement, les actifs liquides sécurisent les programmes d'investissements des entreprises et augmentent leur capacité d'investissement. Les actifs liquides permettent également d'accroître l'efficacité des investissements des entreprises en diminuant leur dépendance au cash-flow. Les actifs liquides réduisent le risque de sous-investissement lié à une volatilité du cash-flow en particulier lorsque les ressources externes de financement sont coûteuses ou indisponibles.

Il convient toutefois de ne pas négliger le potentiel de destruction de valeur lié à la détention d'importants niveaux d'actifs liquides, au surinvestissement et au gaspillage de ressources en particulier pour les entreprises ne disposant pas d'opportunités d'investissement. Ce risque est modéré par la gouvernance d'entreprise qui réduit légèrement l'impact positif des actifs liquides sur l'investissement des entreprises disposant de faibles opportunités d'investissement.

**TABLEAU 25 : IMPACTS DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DES CONTRAINTES DE FINANCEMENT SUR LA SENSIBILITE DES INVESTISSEMENTS AUX ACTIFS LIQUIDES**

$$I_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 I_{it-1} + \beta_2 TobinQ + \beta_3 CashFlow_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 Cash_{it} * Contraintes_{it} + \beta_6 Cash_{it} * Gouvernance_{it} + \varepsilon_{it}$$

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Panel complet			Q élevé	Q faible	Panel complet	
Investissement <sub>t-1</sub>	0.122***	0.104***	0.112***	0.0689***	0.250***	0.123***	0.104***
Opportunités	0.00258***	0.00214***	0.00439***	0.00815***	0.0173***	0.00269***	0.00245***
Actifs liquides	0.0923***	0.532***	0.0610***	0.0514***	0.0260***	0.0537***	0.552***
Cash-flow	0.149***	0.160***	0.143***	0.136***	0.0735***	0.140***	0.160***
AL*WW	0.0921***					0.0559***	
AL*taille		-0.0398***					-0.0418***
AL*gouvernance			-0.0246***	0.000978	-0.0343***	-0.0130***	-0.00740***
Constante	0.00225***	-0.000959	-0.0101***	-0.0146***	-0.0136***	-0.00567***	0.000398
<i>Test de Sargan</i>	162.53	183.27	180.29	174.94	107.41	187.95	188.04
<i>P-value</i>	0.114	0.999	1.000	1.000	1.000	1.000	0.587
<i>m1</i>	-2.34	-2.38	-2.37	-2.16	-2.06	-2.37	-2.39
<i>P-value</i>	0.019	0.017	0.018	0.031	0.039	0.018	0.017
<i>m2</i>	0.97	0.83	0.74	0.80	0.37	0.88	0.36
<i>P-value</i>	0.332	0.405	0.458	0.425	0.709	0.377	0.717
<i>Observations</i>	2,020	2,020	2,020	1,591	429	2,020	2,020
<i>Number of id</i>	202	202	202	198	39	202	202

Seuils de significativité : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## SECTION II - L'IMPACT DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

En l'absence de frictions des marchés, les décisions financières n'affectent pas la valeur de la firme (Stiglitz, 1974) et le niveau d'actifs liquides a un effet neutre sur la valeur. Par contre, en présence d'imperfections du marché, les actifs liquides présentent à la fois des avantages et des inconvénients. S'ils permettent aux dirigeants de saisir les opportunités d'investissement et constituent un coussin de protection contre des chocs externes, ils représentent en revanche un risque pour les actionnaires car laissés à la discrétion de dirigeants opportunistes, ces liquidités risquent d'être gaspillées ou détournées au bénéfice de ces derniers.

Le but de cette section est de tester si les actifs liquides affectent la performance des entreprises et de vérifier s'il existe un niveau optimal de liquidités qui maximise la performance économique et financière.

### 1. Présentation du modèle et des hypothèses

Ce paragraphe présente le modèle étudié ainsi que les différentes hypothèses testées.

#### 1.1. Spécification du modèle

Plusieurs recherches empiriques renforcent la théorie du free cash-flow selon laquelle, la destruction de valeur est liée à une détention excessive d'actifs liquide. Harford (1999) a mené une étude sur un échantillon de 487 opérations d'OPA à travers laquelle il confirme l'hypothèse de conflits d'agence posés par le free cash-flow de l'entreprise. Ses recherches montrent que les firmes « riches » et disposant d'importants portefeuilles d'actifs liquides ont tendance à investir ces excès de liquidités dans des acquisitions inefficaces détruisant la valeur de l'entreprise afin de s'affranchir du contrôle du marché des capitaux. Opler et al. (1999) montrent également que les entreprises disposant d'excès de liquidités investissent davantage même lorsqu'elles ne disposent pas de bonnes opportunités d'investissement. Blanchard et al. (1994) ont quant à eux étudié les entreprises qui reçoivent d'importantes sommes d'argent inattendues (après des procès gagnés par exemple). Ils constatent que ces entreprises ne distribuent pas cet argent aux actionnaires et que les managers tentent, à travers leurs décisions de financement et d'investissement, de s'enraciner. Richardson (2006)

indique également que les entreprises détenant des niveaux importants de free cash-flow surinvestissement et détruisent de la valeur.

Mikkelson et Partch (2003) isolent et étudient séparément les entreprises détenant d'importants niveaux de liquidités (seuil fixé à plus de 25% du total de l'actif) de manière durable, avant de les comparer aux autres entreprises. Les auteurs montrent que ces entreprises disposant d'excès de liquidités connaissent une croissance rapide et investissent davantage que les autres entreprises, notamment en recherche et développement. Ils indiquent également que la performance opérationnelle de ces entreprises est comparable voire légèrement supérieure. Par conséquent, selon ces auteurs, les excès de liquidités ne sont pas préjudiciables aux actionnaires. Les actifs liquides offrent la flexibilité financière nécessaire pour se protéger des chocs externes et pour saisir les opportunités. Dans le même sens, Frésard (2010) montre que les liquidités permettent aux entreprises de mener des stratégies concurrentielles agressives et dissuasives et de gagner des parts de marchés au détriment de leurs concurrents qui ne disposent pas de liquidités.

Ainsi, il n'existe pas encore de consensus entre la détention d'actifs liquides et la performance de l'entreprise. La théorie de l'arbitrage stipule qu'il existe un niveau optimal de liquidités. Par conséquent, l'impact des actifs liquides sur la performance devrait dépendre du niveau actuel de liquidités. Le test suivant permet de vérifier s'il existe un niveau optimal de liquidités qui maximise la performance. La performance de l'entreprise est estimée par le niveau d'actifs liquides et le niveau d'actifs liquides au carré ainsi qu'un vecteur de variables financières de contrôle (la taille, l'endettement, les opportunités d'investissement et les dividendes).

$$ROE = \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Cash^2_{it} + \beta_k \sum_k \beta_k x_{kit} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (B.2)$$

### 1.2. Présentation des hypothèses

Ce test permet d'établir un lien entre la détention d'actifs liquides et la performance de l'entreprise par la régression de la performance de l'entreprise sur le niveau d'actifs liquides, le niveau d'actifs liquides porté au carré ainsi qu'un ensemble de variables financières de contrôle.

Le carré de la variable « actifs liquides » permet de vérifier la forme quadratique de la relation entre la performance de l'entreprise et son niveau de détention de liquidités. Le signe attendu du coefficient  $\beta_2$  lié à la variable ( $Cash^2_{it}$ ) est négatif. En effet, un signe négatif de  $\beta_2$  met en évidence cette forme quadratique et souligne l'existence d'un niveau optimal d'actifs liquides (Martínez-Sola, García-Teruel, & Martínez-Solano, 2013).

### **H.2.6. Il existe une relation curvilinéaire entre le niveau d'actifs liquides et la performance de l'entreprise**

Deux mesures de la performance sont retenues; il s'agit principalement du Return On Equity (ROE ou rendement des capitaux propres) car les actifs liquides n'interfèrent pas avec la définition de cette mesure (à savoir le résultat net/capitaux propres) puis le ROA comme indicateur de la rentabilité économique de l'entreprise (Return On Assets: calculée par le ratio: EBITDA / total actif).

#### *Les déviations du niveau optimal de détention d'actifs liquides affectent-elles la performance des entreprises ?*

En présence d'imperfections du marché, la détention d'actifs liquides maximise la valeur de la firme car elle lui permet de poursuivre son programme d'investissement et de couvrir ses risques, ainsi un déficit en actifs liquides risque de baisser la performance de l'entreprise. A l'inverse, une détention supérieure au niveau cible augmente le risque de gaspillage et de surinvestissement ce qui risque également de faire baisser la performance de l'entreprise. Par conséquent, toute déviation du niveau optimal devrait influencer négativement la performance de l'entreprise. Cette hypothèse est testée par le modèle suivant:

$$ROE = \beta_1 deviations_{it} + \beta_k \sum_k \beta_k x_{kit} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \text{ (B. 3)}$$

### **H.2.7. Les déviations du niveau cible d'actifs liquides impactent négativement sur la performance de l'entreprise**

Le test utilisé offre deux avantages : premièrement, une entreprise n'est pas considérée comme détenant « trop » d'actifs liquides de manière arbitraire. En effet, les niveaux excessifs de détention de liquidités sont observés pour chaque entreprise grâce à la comparaison entre le niveau réel d'actifs liquides et le niveau optimal en fonction des

caractéristiques spécifiques étudiées dans le chapitre précédent. La variable « déviations » représente les résidus de la régression du modèle du niveau optimal de liquidités (A.4). Deuxièmement, il sera question de tester l'impact des déviations dans les deux sens. Le test ne se limite pas à la détention excessive en actifs liquides, mais analyse également les effets d'une détention insuffisante par rapport au niveau optimal de détention. La variable utilisée est alors la valeur absolue des déviations du niveau optimal.

## 2. Présentations des résultats des tests de régression

### 2.1. Statistiques descriptives

Le tableau suivant présente les statistiques descriptives des variables utilisées :

**TABLEAU 26: STATISTIQUES DESCRIPTIVES**

	Minimum	Maximum	Moyenne	médiane	Ecart type
ROE	-30,24	53,29	0,0504	0.0994	1,75
ROA	-1,24	0,55	0,0163	0.0334	0,11
Actifs liquides	0,00	0,73	0,1309	0.0995	0,11
Actifs liquides <sup>2</sup>	0,00	0,53	0,0314	0.0122	0,07
Opportunités	0,68	7,26	1,5532	1.2520	1,00
Taille	8,67	18,26	13,233	13.0772	2,40
Levier	0,13	1,14	0,6281	0.6352	0,17
Dividendes	0,00	8,89	1,8093	0.0084	1,90
Déviations	-0,55	0,61	0,0000	-0.0088	0,08

Les deux mesures de la performance de l'entreprise sont le ROE et le ROA. Aucune variable de performance boursière n'est intégrée ici, car l'impact des actifs liquides sur la valeur de marché des actifs liquides fait l'objet de la section III de ce chapitre.

La rentabilité financière (ROE) indique une moyenne de 0,05 avec un écart type de 1,75 alors que la rentabilité économique (ROA) une moyenne de 0,01 avec un écart type de 0,11.

La variable « déviations » représente la valeur absolue des résidus du niveau optimal d'actifs liquides calculés par la différence entre le niveau observé et le niveau calculé pour chaque année et pour chaque entreprise. La moyenne de ces déviations est proche de 0 avec un écart type de 0,08.

## 2.2. Détention d'actifs liquides et performance de l'entreprise : une relation curvilinéaire

Le tableau suivant présente les résultats des tests de régression effectués afin d'estimer l'impact de la détention d'actifs liquides sur la performance économique et financière de l'entreprise.

**TABLEAU 27 : IMPACT DES ACTIFS LIQUIDES SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES**

Modèle:  $Performance = \beta_1 performance_{it-1} + \beta_2 actifsliquides_{it} + \beta_3 actifsliquides_{it}^2 + \beta_4 taille_{it} + \beta_5 TLevier_{it} + \beta_5 TobinQ_{it} + \beta_6 Dividendes_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \mu_{it}$

VARIABLES	Mesures de la performance	
	ROE	ROA
ROE <sub>(t-1)</sub>	0.0122***	
ROA <sub>(t-1)</sub>		0.312***
Actifs liquides	0.447***	0.278***
<b>Actifsliquides<sup>2</sup></b>	-1.068***	-0.881***
Taille	0.0699***	0.00887***
Levier	0.423***	-0.0811***
Opportunités	0.229***	0.0124***
Dividendes	0.109***	0.00888***
Constante	-1.363***	-0.100***
Point d'inflexion	0.209	0.158
Test de Sargan	193.39	190.75
p-value	1.000	1.000
m1	-2.13	-3.40
p-value	0.033	0.001
m2	-0.28	0.78
p-value	0.778	0.438
Observations	2,020	2,020
Groupes	202	202

Seuils de significativité: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

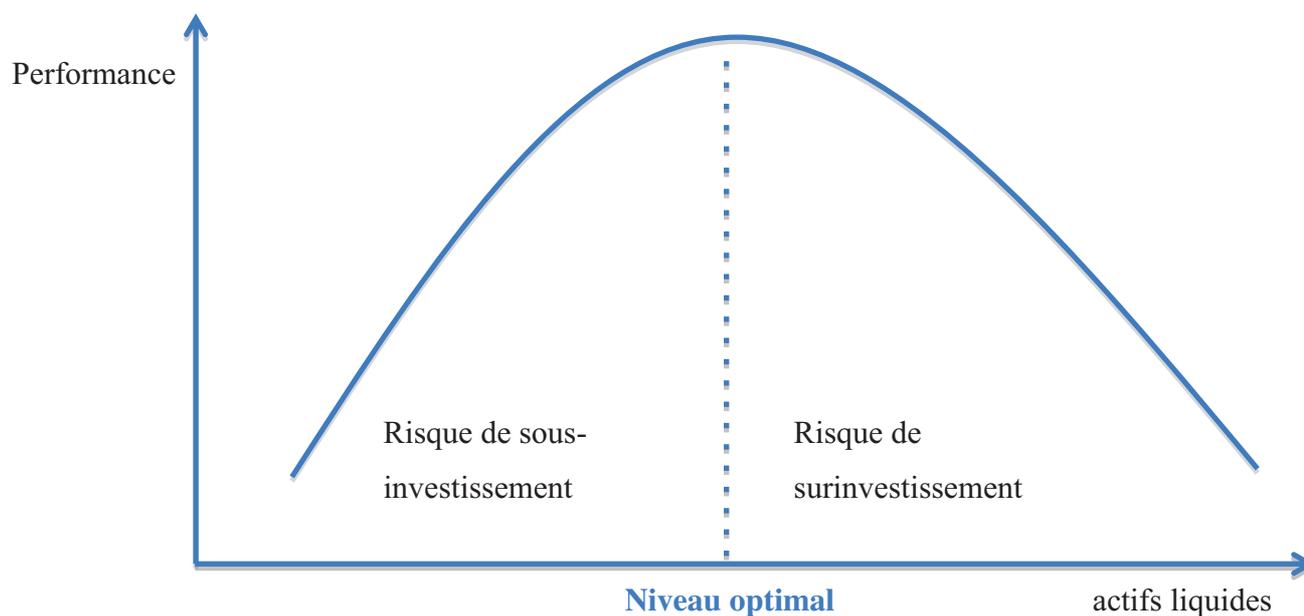
L'estimation est effectuée grâce à la méthode des moments généralisés en système à deux étapes. Toutes les variables explicatives sont considérées comme endogènes et utilisées

comme instruments. Bien que non reportées, des variables temporelles et sectorielles sont intégrées dans tous les modèles.

Le tableau 27 montre que le coefficient de corrélation entre les deux mesures de la performance (ROE et ROA) et le niveau de détention d'actifs liquides est positif et significatif alors que le coefficient de la variable « actifs liquides<sup>2</sup> » est négatif et significatif. Ces résultats indiquent par conséquent que la relation est curvilinéaire (sous la forme concave d'un « U » inversé) ce qui confirme l'hypothèse H.2.6. Les actifs liquides contribuent à la performance jusqu'à un point d'inflexion à partir duquel un euro supplémentaire détenu réduit la performance de l'entreprise.

Il semble donc qu'en dessous du niveau optimal, les déficits de liquidités réduisent la performance en augmentant le risque de sous-investissement alors que les excès de liquidités réduisent la performance en augmentant le risque de surinvestissement.

**FIGURE 15: L'IMPACT DES DEVIATIONS DU NIVEAU OPTIMAL D'ACTIFS LIQUIDES SUR L'INVESTISSEMENT ET LA PERFORMANCE**



Il est possible d'estimer le niveau optimal de détention d'actifs liquides qui maximise la valeur de l'entreprise (il s'agit du point d'inflexion renseigné dans le tableau 27) par la

formule :  $\frac{\partial ROE_{it}}{\partial Cash_{it}} = \beta_1 + 2\beta_2(Cash_{it})$

On obtient le niveau optimal avec une dérivée première égale à 0 :  $(Cash^*_{it}) = \frac{\beta_1}{-2\beta_2}$

### 2.3. Impact des déviations du niveau optimal d'actifs liquides sur la performance

Dans la mesure où il existe un niveau optimal de liquidités, les déviations excédentaires ou déficitaires de liquidités devraient affecter négativement la performance de l'entreprise car les excès de liquidités augmentent le risque de surinvestissement alors que les insuffisances de liquidités augmentent le risque de sous-investissement. Cette hypothèse (H.2.7) est confirmée empiriquement puisqu'on remarque dans le tableau suivant (28) que les déviations du niveau optimal impactent négativement aussi bien la rentabilité économique que la rentabilité financière des entreprises de notre échantillon. Cela ajoute plus de crédit à la théorie de l'arbitrage et à l'existence d'un niveau optimal de liquidités qui maximise la performance.

En effet, le coefficient de la variable « déviations » (qui correspond à la valeur absolue de la différence entre le niveau observé d'actifs liquides et le niveau optimal) présente un coefficient négatif pour les deux variables de performance. Le modèle ci-dessous prend donc en considération à la fois les situations d'excès de liquidités que les situations de déficit. Dans les deux cas, les déviations réduisent la performance économique et la performance financière des firmes. Afin de confirmer cette hypothèse, un test supplémentaire a consisté à séparer les déviations selon leur nature positive (excès de liquidités) ou négative (déficit en liquidité). Les résultats montrent qu'effectivement les coefficients des variables « excès » et « déficits » présentent des coefficients négatifs pour les deux variables de performance.

L'examen des coefficients de régression apporte ainsi un enseignement supplémentaire : les déficits de liquidités ont un impact négatif plus important sur la performance que les excédents de liquidités. En effet, le coefficient négatif de la variable « déficits » de liquidités est supérieur au coefficient négatif des « excès » de liquidités pour les deux mesures de performance retenues. Ce résultat est cohérent avec les résultats précédents qui indiquent la supériorité de la théorie des contraintes de financement sur celle du surinvestissement pour expliquer l'impact des actifs liquides sur l'efficacité des programmes d'investissement des entreprises.

**TABLEAU 28: IMPACT DES DEVIATIONS DU NIVEAU OPTIMAL DES ACTIFS LIQUIDES SUR LA PERFORMANCE**

$$Perf = \beta_1 perf_{it-1} + \beta_2 déviations_{it} + \beta_3 taille_{it} + \beta_4 TLevier_{it} + \beta_5 TobinQ_{it} + \beta_6 Dividendes_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \mu_{it}$$

Variables	ROE		ROA	
	1	2	3	4
ROE <sub>(t-1)</sub>	0.01886***	0.0184***		
ROA <sub>(t-1)</sub>			0.386***	0.412***
<b>Déviations</b>	<b>-0.1404***</b>		<b>-0.129***</b>	
Excès		-0.235***		-0.0140***
Déficits		-0.304***		-0.111***
Taille	-0.00236***	-0.0209***	0.00683***	0.00479***
Levier	0.07099***	0.607***	-0.0187***	0.00690***
Opportunités	0.2388***	0.164***	0.0146***	0.00874***
Dividendes	0.102***	0.0831***	0.0104***	0.0119***
Constante	-0.8592***	-0.407***	-0.0871***	-0.0803***
Test de Sargan	191.47	193.06	195.16	185.85
p-value	1.000	1.000	1.000	1.000
m1	-3.31	-2.14	-3.32	-3.24
p-value	0.001	0.033	0.001	0.001
m2	1.27	-0.27	1.29	1.45
p-value	0.203	0.787	0.197	0.148
Observations	2,020	2,020	2,020	2,020

Seuils de significativité : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## 2.4. Impact des actifs liquides sur le risque de surinvestissement

Afin de vérifier les résultats précédents, un test supplémentaire est effectué pour chercher à savoir s'il existe effectivement un niveau optimal d'investissement au-dessus duquel les entreprises surinvestissent et en dessous duquel, elles sous-investissent. Morgado et Pindado (2003) se sont attachés à montrer qu'il existe un niveau optimal d'investissement qui maximise la valeur de l'entreprise par la régression de variables de performance sur l'investissement et l'investissement au carré afin de vérifier l'existence d'une relation curvilinéaire entre investissement et performance.

Leur méthodologie est retenue et adaptée en intégrant des variables indispensables pour déterminer le niveau optimal d'investissement à savoir la rentabilité ou les effets fixes sectoriels.

**TABLEAU 29: IMPACT DES DEPENSES D'INVESTISSEMENT SUR LA PERFORMANCE ET LA VALEUR DE L'ENTREPRISE**

*Performance<sub>it</sub>*

$$= \beta_1 Capex_{it} + \beta_2 Capex_{it}^2 + \beta_3 Rentabilite_{it} + \beta_4 taille_{it} + \beta_5 Levier_{it} + \beta_6 Dividendes_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \mu_{it}$$

	Investissement	Investissement <sup>2</sup>	Rentabilité	Levier	Taille	Dividendes
ROE	1.0991***	-1.3246***	1.0193***	.2859***	.0805***	5.1757***
ROA	0.208***	-0.334***	0.390***	-0.0959**	0.0120***	1.302***
TobinQ	2.751***	-1.3783***	-0.2452***	-0.559***	-0.123***	8.7198***

Seuils de significativité: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

La valeur positive du coefficient de la variable « investissement » associée à la valeur négative de la variable « investissement<sup>2</sup> » indique qu'il existe bien une relation curvilinéaire entre l'investissement et la valeur de l'entreprise (pour les trois mesures de la valeur : ROE, ROA et TobinQ). L'investissement crée de la valeur jusqu'au niveau cible d'investissement au-dessus duquel l'entreprise surinvestit et détruit de la valeur.

## SECTION III - L'IMPACT DES ACTIFS LIQUIDES SUR LA VALEUR DE MARCHÉ DES ENTREPRISES

Dans cette section, l'analyse se place du côté des actionnaires. Que pensent-ils en effet de l'accumulation des actifs liquides et quelle valeur accordent-ils aux liquidités ?

Si dans un monde sans frictions, un euro placé en actifs liquides devrait être valorisé à un euro, l'appréciation des investisseurs de la valeur peut s'écarter de la baisse ou à la hausse en fonction de leur perception des avantages et des inconvénients de la détention de liquidités. Cette question n'est pas sans importance et ce, compte tenu de l'importance du niveau d'actifs liquides des entreprises en France et dans le monde. La valorisation des actifs liquides peut par conséquent affecter de manière significative la valeur de marché de l'entreprise.

### 1. Présentation des modèles et des variables

Le but de cette section est d'estimer la valeur de marché des actifs liquides et partant de vérifier si les caractéristiques spécifiques (financières et de gouvernance) et les caractéristiques de l'environnement économique affectent cette valorisation. Un troisième test sera effectué afin d'estimer l'impact des excès de liquidités sur la valeur de l'entreprise.

#### 1.1. Estimation de la valeur de marché des actifs liquides

Comment estimer la valeur de marché des actifs liquides et vérifier dans quelles conditions cette valeur fluctue ? En d'autres termes, quel est l'impact des variables spécifiques financières, macro-économiques et de gouvernance sur la valorisation des actifs liquides par le marché ? Pour cela, la méthodologie utilisée par Fama et French (1998) afin de mesurer l'impact de l'endettement et des dividendes sur la valeur de l'entreprise sera mobilisée. Ce modèle a été soumis à une batterie de tests et a prouvé son efficacité à expliquer l'impact des décisions financières sur la valorisation des entreprises.

Cette méthodologie utilise comme variable expliquée l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable de l'entreprise ( $V_{it} - TA_{it}$ ) et un ensemble de variables financières comme variables explicatives.

Comme ces mesures posent le problème d'hétéroscédasticité (valeurs plus importantes pour les entreprises de grande taille), toutes les variables sont divisées par la valeur de l'actif net  $(V_{it} - TA_{it})/AN_{it}$ .

Le modèle se présente comme suit :

$$V_{it} - TA_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 dE_{it} + \beta_3 dE_{it+1} + \beta_4 TA_{it} + \beta_5 dTA_{it+1} + \beta_6 RD_{it} + \beta_7 dRD_{it} \\ + \beta_8 dRD_{it+1} + \beta_9 dI_{it} + \beta_{10} dI_{it} + \beta_{11} dI_{it+1} + \beta_{12} D_{it} + \beta_{13} dD_{it} \\ + \beta_{14} dD_{it+1} + \beta_{15} dV_{it+1} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

$V_{it}$	=	La valeur de marché de l'entreprise
$TA_{it}$	=	La valeur comptable des actifs de l'entreprise
$E_{it}$	=	Le résultat d'exploitation - amortissements et impôts
$RD_{it}$	=	Les dépenses en Recherche et Développement
$I_{it}$	=	Les dépenses d'intérêts
$D_{it}$	=	Le total des dividendes versés
$dX_{it}$	=	représente la variation de la variable X entre t-1 et t soit $(X_{it} - X_{it-1})/TA_{it}$
$dX_{it+1}$	=	représente la variation de la variable X entre t et t+1 soit $(X_{it+1} - X_{it})/TA_{it}$

Cette méthodologie a été reprise par Pinkowitz, Stulz et Williamson (2006) afin d'étudier la valeur marginale des actifs liquides. Pour cela, les auteurs ont simplement séparé la variation du total de l'actif en deux parties: la variation des actifs liquides d'une part ( $dCASH_{it}$ ) et la variation de l'actif net d'autre part ( $dAN_{it}$  = total actif- actifs liquides).

En plus de la variable ( $dCASH_{it}$ ) qui permet d'estimer la réaction du marché à la variation du niveau d'actifs liquides sur la valeur, les auteurs utilisent également la variation future du niveau d'actifs liquides ( $dCASH_{it+1}$ ) afin d'intégrer les anticipations des actionnaires de l'impact de la variation future des actifs liquides sur la valeur.

$$V_{it} - TA_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 dE_{it} + \beta_3 dE_{it+1} + \beta_4 AN_{it} + \beta_5 dAN_{it+1} + \beta_6 RD_{it} + \beta_7 dRD_{it} \\ + \beta_8 dRD_{it+1} + \beta_9 dI_{it} + \beta_{10} dI_{it} + \beta_{11} dI_{it+1} + \beta_{12} D_{it} + \beta_{13} dD_{it} \\ + \beta_{14} dD_{it+1} + \beta_{15} dV_{it+1} + \beta_{16} dCASH_{it} + \beta_{17} dCASH_{it+1} + \varepsilon_{it} \text{ (B.4.)}$$

Pinkowitz, Stulz et Williamson (2006) utilisent un deuxième modèle dans lequel la variable  $CASH_{it}$ , représentant le niveau d'actifs liquides, est utilisée comme variable

indépendante à la place des deux variables de variations latentes (t-1) et futures (t+1) du niveau de liquidités.

$$\begin{aligned}
 V_{it} - TA_{it} = & \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 dE_{it} + \beta_3 dE_{it+1} + \beta_4 AN_{it} + \beta_5 dAN_{it+1} + \beta_6 RD_{it} + \beta_7 dRD_{it} \\
 & + \beta_8 dRD_{it+1} + \beta_9 dI_{it} + \beta_{10} dI_{it} + \beta_{11} dI_{it+1} + \beta_{12} D_{it} + \beta_{13} dD_{it} \\
 & + \beta_{14} dD_{it+1} + \beta_{15} dV_{it+1} + \beta_{16} CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\mathbf{B.5})
 \end{aligned}$$

### 1.2. Le rôle modérateur de la gouvernance d'entreprise, des facteurs macro-économiques et des contraintes de financement

Les conflits d'agence jouent un rôle modérateur important dans cette relation. Pinkowitz, Stulz et Williamson (2006) et Kalcheva et Lins (2007) ont mené des études internationales sur la relation entre la qualité de la protection des actionnaires et la valeur marginale des actifs liquides et confirment que la gouvernance agit positivement sur la valeur des liquidités.

Plusieurs auteurs ont montré que la gouvernance impacte le niveau et l'utilisation des actifs liquides. Harford et al. (2008) a notamment montré que lorsque le niveau de protection des actionnaires est faible, le niveau d'actifs liquides est faible, car les entreprises ont tendance à gaspiller rapidement les liquidités. Par conséquent, lorsque la gouvernance est faible, les actionnaires devraient apprécier un euro placé au-dessus du nouveau optimal à moins d'un euro à cause de ce risque de surinvestissement.

Afin d'étudier cette hypothèse dans le contexte français, la variable *Gouv<sub>it</sub>* qui correspond à l'indice de gouvernance (voir paragraphe 5.3 page 218) est utilisée afin de vérifier si la gouvernance agit sur la valeur de l'entreprise à travers son action sur les excès de liquidités.

#### **H.2.8. La gouvernance d'entreprise a un impact positif sur la valeur des actifs liquides**

Un autre pan de la littérature étudie la relation entre les contraintes de financement et la valeur marginale des actifs liquides. Almeida, Campello et Weishbach (2004) montrent notamment que les entreprises contraintes financièrement détiennent plus de liquidités. Faulkender et Wang (2004) constatent une corrélation négative entre facilité d'accès au financement externe et valeur marginale des actifs liquides. Liu et Chang (2009) et Denis et Sibilkov (2010) trouvent également que la valeur des actifs liquides est supérieure lorsque les entreprises sont contraintes financièrement.

### **H.2.9. Les contraintes de financement augmentent de manière significative la valeur des actifs liquides**

L'échantillon ciblé par cette étude est divisé en deux groupes d'entreprises en fonction de la sévérité des contraintes de financement pour mesurer conjointement l'impact de la gouvernance d'entreprise et des contraintes de financement sur la valeur marginale des liquidités.

- *La valeur des liquidités durant les périodes de récession*

Ces dernières années, les actionnaires ont réclamé aux dirigeants les excès de liquidités thésaurisés dans les entreprises, ce qui a entraîné les larges programmes de distribution. Cela dit, depuis, l'avènement de la crise a accordé aux dirigeants un « permis de détenir des niveaux excessifs de liquidités »(Ryan, 2010).

*« How times change. Not long ago companies with cash piles were assailed by corporate activists to return money to shareholders. Nowadays it is only a slight exaggeration to say that the more cash that investors see in a firm's coffers, the happier they are »The Economist (Nov 20, 2008)*

Elkinawy et Stater(2007) ont étudié l'impact des conditions macro-économiques sur la valeur des actifs liquides des entreprises d'Amérique Latine (Argentine, Brésil, Mexique). Leur étude montre que durant les périodes de crise, l'incertitude, l'asymétrie d'information et les contraintes de financement sont plus élevées. Par conséquent, les entreprises qui rencontrent des difficultés d'accès à d'autres sources de financement (les entreprises de petite taille notamment) accumulent plus de liquidités. Allant dans le même sens, Alimov & Mikkelson (2010) soutiennent que la valeur de marché des actifs liquides dépend du contexte macro-économique. Durant les périodes de récession, la valeur de marché des actifs liquides est plus élevée. Les auteurs se demandent si les investisseurs accordent une valeur différente aux actifs liquides en fonction des conditions de l'économie. Ils étudient la relation entre un changement du niveau d'actifs liquides et la valeur de la firme en fonction des conditions des marchés financiers et de l'économie sur un panel d'entreprises américaines.

Les auteurs ont constaté qu'en moyenne la valeur des actifs liquides n'est pas liée aux conditions des marchés. Cela dit, en divisant leur échantillon en fonction de leurs besoins de financement, les résultats sont plus contrastés. En effet, les auteurs indiquent que la valeur

des actifs liquides est plus élevée pour les entreprises les plus contraintes financièrement<sup>79</sup>. Ils ont ainsi trouvé que la trésorerie des entreprises ayant des besoins de financement externe importants, a plus de valeur durant des phases de faible liquidité des marchés.

Le lien entre contraintes de financement et valeur de la firme se fait à travers l'impact de la liquidité sur l'investissement et la performance en découlant. L'excès de liquidités permet à l'entreprise de financer des projets d'investissement créateurs de valeur lorsque les autres modes de financement ne sont pas disponibles à cause d'une crise économique notamment. Théoriquement, les excès de liquidités offrent un avantage stratégique et compétitif aux entreprises. C'est pour cette raison qu'Alimov et Mikkelsen 2010 ont également étudié l'impact de la liquidité sur la performance<sup>80</sup> des entreprises détenant d'importants stocks d'actifs liquides durant la crise et ont constaté que leurs taux de croissance des ventes étaient plus élevés mais que leur rentabilité économique était légèrement moindre. Ils n'ont pas trouvé, comme ils le supposaient au départ, que les actifs liquides amélioreraient la performance au détriment des concurrents disposant de moins de liquidités. Ainsi, ils concluent que l'accumulation de liquidités permet aux entreprises d'anticiper des menaces de l'environnement économique mais que les entreprises doivent se prémunir contre le risque de diminution de la performance à cause d'une trop forte accumulation menant à des investissements détruisant de la valeur.

Afin de tester la réaction de la valeur de marché des actifs liquides aux conditions macro-économiques, des variables d'interactions entre des variables macro-économiques (l'évolution du PIB, l'indice du climat des affaires, le taux d'intérêts à court terme et le spread de crédit) et la variation des actifs liquides sont intégrés au modèle B.4.

## **H.2.10. La valeur des actifs liquides est significativement impactée par les conditions macro-économiques**

### **1.3. Estimation de la valeur des excès de liquidités**

---

<sup>79</sup> Ceci est surtout vrai pour les entreprises intensives en recherche ou dont une part importante des actifs est intangible. Ces dernières disposent d'importantes réserves de liquidités afin de continuer à investir en R&D.

<sup>80</sup> Mesurée par le taux de croissance des ventes et la variation du résultat d'exploitation.

Dittmar et Mahrt-Smith (2007) proposent un modèle proche de celui utilisé par Pinkowitz et al. (2006) afin d'estimer la valeur des excès de liquidités.

$$\begin{aligned}
 V_{it} - TA_{it} = & \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 dE_{it} + \beta_3 dE_{it+1} + \beta_4 AN_{it} + \beta_5 dAN_{it+1} + \beta_6 RD_{it} + \beta_7 dRD_{it} \\
 & + \beta_8 dRD_{it+1} + \beta_9 dI_{it} + \beta_{10} dI_{it} + \beta_{11} dI_{it+1} + \beta_{12} D_{it} + \beta_{13} dD_{it} \\
 & + \beta_{14} dD_{it+1} + \beta_{15} dV_{it+1} + \beta_{16} Xcash_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (B. 6)}
 \end{aligned}$$

La variable « Excès » correspond aux valeurs positives des résidus de la régression du modèle de détention d'actifs liquides, soit la différence entre le niveau réel de liquidités observé et le niveau optimal prédit. Comme ce sont les excès de liquidités qui nous intéressent ici, seules les entreprises présentant des valeurs positives des résidus sont retenues.

## 2. Méthodologie de recherche et tests de spécification

Le tableau ci-dessous présente les principales statistiques descriptives des variables du modèle.

**TABLEAU 30: STATISTIQUES DESCRIPTIVES**

	Médiane	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
$V_{it}$	-0,25	0,4226	13,38	1,0003	1,9506
$dV_{it+1}$	-6,2	0,0209	4,29	-0,0606	1,07671
$CASH_{it}$	0	0,1089	2,67	0,1924	0,33292
$dCASH_{it}$	-0,78	0,0054	0,86	0,0093	0,14963
$dCASH_{it+1}$	-0,69	0,0056	0,66	0,0068	0,13249
$E_{it}$	-1,75	0,0684	0,39	0,0386	0,23394
$dE_{it}$	-0,38	0,0062	0,59	0,0083	0,11297
$dE_{it+1}$	-0,35	0,0072	0,58	0,0151	0,11329
$I_{it}$	0	0,0152	0,11	0,019	0,01741
$dI_{it}$	-0,06	0,0004	0,06	0,0006	0,01359
$dI_{it+1}$	-0,06	0	0,07	0,0008	0,0142
$RD_{it}$	0	0	0,6	0,0232	0,07799
$dRD_{it}$	-0,05	0	0,09	0,0016	0,01408
$dRD_{it+1}$	-0,28	0	0,66	0,0103	0,08961
$D_{it}$	0	0,0093	0,12	0,015	0,02121
$dD_{it}$	-0,04	0	0,06	0,0016	0,01133
$dD_{it+1}$	-0,06	0	0,08	0,002	0,01386
$dAN_{it}$	-0,83	0,0433	0,73	0,0547	0,22876
$dAN_{it+1}$	-0,45	0,037	2,21	0,102	0,34713

## 2.1. Choix de la méthode d'estimation

Fama et French (1998) utilisent initialement l'estimateur de Fama et MacBeth (1973). Mais cette méthode présente l'inconvénient de ne permettre la prise en compte de l'impact d'éventuels effets individuels. Comme l'intuition économique suggère que des spécificités propres à chaque entreprise (culture d'entreprise, mode de direction, etc.) affectent la valeur de l'entreprise, des tests de spécification sont effectués afin de déterminer quelle méthode d'estimation est la plus adaptée.

### 2.1.1. Test de Breusch et Pagan (1979)<sup>81</sup> de présence d'effets individuels

La méthode d'estimation en moindres carrés ordinaires (MCO) est considérée comme une méthode économétrique « naïve » dans la mesure où elle empile les données bout à bout et ne

<sup>81</sup>Breusch, T.S., Pagan, A.R., « A simple test for heteroskedasticity and random coefficient variation », *Econometrica*, 47, 1979, pp. 1287-1294.

tient compte ni de la dimension individuelle  $i$  pour chaque entreprise ni de la dimension temporelle  $t$  que présentent les données de panel.

Le test de présence d'effets individuels revient à vérifier si le modèle s'applique de la même façon à toutes les entreprises ou s'il existe des effets spécifiques à chaque entreprise. Pour cela, nous testons l'hypothèse nulle d'absence d'effets individuels qui suppose une parfaite égalité entre les coefficients entre firmes.

Il s'agit d'un test du multiplicateur de Lagrange dont l'hypothèse nulle est  $H_0: u_i = 0$  et l'hypothèse alternative est  $H_1: u_i \neq 0$ .

Si  $H_0$  est vérifiée, la méthode d'estimation préconisée est la méthode des moindres carrés ordinaires. Dans le cas contraire, il convient d'utiliser un modèle à effets individuels fixes ou aléatoires.

La statistique du multiplicateur de Lagrange est la suivante :

$$F = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{n=1}^N (\sum_{t=1}^T \widehat{\varepsilon}_{nt})^2}{\sum_{n=1}^N \sum_{t=1}^T \widehat{\varepsilon}_{nt}^2} \right]$$

Sous l'hypothèse nulle  $H_0$ , la statistique du multiplicateur de Lagrange suit asymptotiquement une loi  $\chi^2$  de à 1 degré de liberté.

Si cette statistique est supérieure à 3,84 avec un risque d'erreur inférieur à 5%, l'hypothèse nulle d'absence d'effets individuels est rejetée (Sevestre, 2002).

---


$$F \text{ test } H_0: u_i = 0 F(201, 1793) = 6.52 \text{ Prob} > F = 0.0000$$


---

Le F-test indique une valeur de 6.52 avec une probabilité d'erreur de zéro (inférieure au risque de première espèce de 10%). Les effets spécifiques sont donc significativement différents de 0; ce qui conduit à rejeter l'hypothèse  $H_0$  d'absence d'effets spécifiques individuels  $\eta_i$ . Le postulat d'homogénéité du modèle est abandonné, on considère que chaque firme  $i$  présente des caractéristiques propres qu'il convient d'inclure dans le modèle. Par ailleurs, compte tenu des différents changements économiques et différents chocs exogènes de ces dernières années durant la période de l'étude, il semble pertinent d'inclure également des variables muettes d'effets temporels  $\eta_t$ .

$$\begin{aligned}
 V_{it} - TA_{it} = & \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 dE_{it} + \beta_3 dE_{it+1} + \beta_4 AN_{it} + \beta_5 dAN_{it+1} + \beta_6 RD_{it} + \beta_7 dRD_{it} \\
 & + \beta_8 dRD_{it+1} + \beta_9 dI_{it} + \beta_{10} dI_{it} + \beta_{11} dI_{it+1} + \beta_{12} D_{it} + \beta_{13} dD_{it} \\
 & + \beta_{14} dD_{it+1} + \beta_{15} dV_{it+1} + \beta_{16} dcash_{it} + \beta_{17} dcash_{it+1} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

### 2.1.2. Test d'Hausman (1978)<sup>82</sup> de spécification des effets individuels

Une fois la présence d'effets individuels bien établie, il convient de déterminer s'il faut les traiter comme des effets fixes ou des effets aléatoires grâce à l'application du test d'Hausman (1978) qui analyse la différence quadratique entre les paramètres estimés du modèle avec effets fixes <sup>(b)</sup> et ceux du modèle à effets variables <sup>(B)</sup>.

Le test d'Hausman compare la matrice de variance-covariance des deux estimateurs b et B:

$$Var[b - B] = Var[b] - Var[B] - Cov[b, B] - Cov[B, b]$$

L'hypothèse nulle de ce test est l'absence de corrélation entre les effets spécifiques et les variables explicatives (Greene, 2011).

$$Cov[(b - B), B] = Cov[b - B] - Var[B] = 0$$

$$\text{Soit } Cov[b - B] = Var[B]$$

Le test est ainsi fondé sur la distance W où W suit asymptotiquement une loi  $\chi^2$  de à (k-1) degrés de liberté.

$$H = (b - B)' [var(b - B)]^{-1} (b - B)$$

Une grande valeur de ce test associée à une probabilité critique faible (inférieure au risque de première espèce de 5%) conduit à rejeter l'hypothèse nulle de proximité des coefficients.

Le test indique une valeur de 276.00 avec une probabilité égale à 0.000 (soit inférieure à 5%)<sup>83</sup>. L'hypothèse d'absence de différences significatives entre les coefficients du modèle à effets fixes et les coefficients du modèle à effets aléatoires est rejetée. Il n'est pas possible de

---

<sup>82</sup>Hausman J.A., (1978) "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, 46, 1251-1271

<sup>83</sup>Voir annexe 2

choisir indifféremment entre les deux modèles et il convient d'utiliser par conséquent le modèle à effets fixes intra-individuels « *within* » appelé également « least square dummy variable » puisqu'il crée des variables muettes pour éliminer les effets individuels du résidu.

En guise de test de robustesse, la méthode d'estimation de Fama et Macbeth (1973) est également retenue sans trouver de différences notables (annexe 2).

## 2.2. Analyse bivariée des données

Le tableau suivant présente les coefficients Pearson de corrélation entre les variables du modèle. On constate que la valeur de marché de l'entreprise est positivement corrélée au niveau d'actifs liquides ainsi qu'à la variation du niveau d'actifs liquides. Ce qui nous donne déjà une indication sur la nature de l'impact des actifs liquides sur la valeur.

La matrice de coefficient de Pearson indique également que les données ne présentent pas de problèmes de colinéarité puisqu'aucun coefficient de corrélation n'atteint le seuil critique de 0,7.

TABLEAU 31 : MATRICE DE CORRELATION DE PEARSON

	$V_{it}$	$dV_{it+1}$	$cash_{it}$	$dcash_{it}$	$dc_{it+1}$	$E_{it}$	$dE_{it}$	$dE_{it+1}$	$I_{it}$	$dI_{it}$	$dD_{it+1}$	$RD_{it}$	$dRD_{it}$	$dRD_{it+1}$	$D_{it}$	$dD_{it}$	$dD_{it+1}$	$dAN_{it}$
$dV_{it+1}$	-,275**																	
$CASH_{it}$	,691**	-,102**																
$dcASH_{it}$	,085**	-,133**	,123**															
$dcASH_{it+1}$	-,137**	,368**	-,347**	-,228**														
$E_{it}$	-,371**	0,02	-,543**	,337**	,140**													
$dE_{it}$	,153**	,085**	,072**	,069**	0,03	,102**												
$dE_{it+1}$	,082**	,275**	,074**	-,238**	,157**	-,428**	-0,022											
$I_{it}$	0,021	0,035	,075**	-,098**	-0,036	-,214**	,083**	,173**										
$dI_{it}$	-0,017	-0,042	-0,012	0,001	-0,012	-0,011	-,046*	-0,013	,327**									
$dI_{it+1}$	,050*	,048*	-0,006	,092**	0,011	,045*	0,025	0,035	-,328**	-,218**								
$RD_{it}$	,489**	-,046*	,603**	-,068**	-,074**	-,525**	0,031	,066**	-0,043	-,045*	-0,019							
$dRD_{it}$	,253**	-,103**	,213**	-0,023	-0,013	-,116**	-,164**	-,073**	-,078**	0,029	0,011	,331**						
$dRD_{it+1}$	-0,003	0,028	,069**	-0,013	-0,003	-0,007	-0,007	0,038	,054*	-0,023	-0,033	0,014	0,005					
$D_{it}$	,155**	,045*	0,011	,074**	0,004	,312**	0,013	-,057**	-,169**	-0,004	,044*	-,055*	0,013	-0,017				
$dD_{it}$	,108**	0,029	0,042	,101**	-0,022	,116**	,121**	0,019	-,058**	-0,007	,068**	-0,012	0,015	-0,001	,502**			
$dD_{it+1}$	,060**	,168**	0,029	,054*	,108**	,070**	,071**	,111**	-0,021	-0,013	0,043	-0,002	0,008	0,007	-,112**	-,188**		
$dAN_{it}$	,103**	-,079**	-,054*	,147**	0,042	,299**	,055*	-,265**	-,236**	,167**	,206**	-,087**	,130**	-,048*	,057*	,106**	0,026	
$dAN_{it+1}$	,229**	,386**	,136**	,166**	,136**	,051*	,131**	,156**	-0,032	-0,044	,255**	-0,006	0,02	0,006	,093**	,132**	,162**	,157**

### 3. Présentation des résultats des tests multivariés

#### 3.1. Estimation de la valeur marginale des actifs liquides

Le tableau ci-dessous présente les résultats de régression de l'estimation de l'impact des actifs liquides sur la valeur de marché des entreprises.

**TABLEAU 32: ESTIMATION DE LA VALEUR MARGINALE DES ACTIFS LIQUIDES**

VARIABLES	Modèle à Effets Fixes			
	Niveaux		Variations	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$dV_{it+1}$	-0.534***	-0.592***	-0.580***	-0.590***
$dAN_{it}$	0.515***	0.520***	0.543***	0.520***
$dAN_{it+1}$	1.216***	1.081***	1.382***	1.370***
$E_{it}$	-0.307	-0.746***	-1.341***	-1.350***
$dE_{it}$	1.505***	1.490***	1.560***	1.527***
$dE_{it+1}$	1.030***	0.526**	0.248	0.172
$D_{it}$	17.08***	16.29***	22.49***	22.38***
$dD_{it}$	-5.619**	-5.795***	-6.251***	-7.166***
$dD_{it+1}$	8.350***	6.682***	10.99***	10.43***
$RD_{it}$	1.164	1.699**	3.870***	3.616***
$dRD_{it}$	8.032***	7.349***	9.252***	8.823***
$dRD_{it+1}$	-0.300	-0.327	-0.00501	0.0704
$I_{it}$	1.686	0.457	7.825***	7.295***
$dI_{it}$	-3.323*	-2.574	-4.711**	-5.439***
$dI_{it+1}$	-2.137	-1.397	-0.956	-1.465
$CASH_{it}$	<b>1.791***</b>	3.402***		2.907***
$CASH_{it}^2$		-0.407***		0.658***
$dCASH_{it}$			<b>1.137***</b>	
$dCASH_{it+1}$			0.568***	
$CASH_{it-1} * dCASH_{it}$				-2.183**
$Levier_{it-1} * dCASH_{it}$				-3.451***
Constante	0.932***	0.722***	1.001***	0.994***
Variables temporelles	OUI	OUI	OUI	OUI
$R^2$	0.519	0.553	0.474	0.484
Observations	2,020	2,020	2,020	2,020

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Les deux sections précédentes ont mis en évidence les avantages de la détention d'actifs liquides. Elle offre aux entreprises la flexibilité financière leur permettant de réduire le risque de sous-investissement et de réduire la sensibilité des investissements au cash-flow. Comme

la richesse des actionnaires est affectée par le risque de sous-investissement, les actionnaires devraient théoriquement apprécier cette détention de liquidités et valoriser un euro détenu en actifs liquides à plus d'un euro. Cette intuition est confirmée empiriquement par nos résultats puisque le modèle 3 du tableau 32 indique qu'un euro supplémentaire détenu par l'entreprise moyenne n'est pas valorisé à un euro mais à 1,137 euros.

Par contre, au-delà d'un certain niveau, la détention de liquidités présente des inconvénients (le coût d'opportunité du capital et le risque de surinvestissement) qui risquent de détruire la valeur actionnariale. Par conséquent, la valeur perçue des actifs liquides par les actionnaires devrait diminuer à mesure que le niveau de liquidités augmente.

Dans le modèle (2), la variable  $CASH_{it}^2$  permet de vérifier de nouveau l'existence d'un niveau cible de liquidités qui maximise la valeur. Le coefficient négatif de la variable « actifs liquides » au carré indique l'existence d'une relation curvilinéaire. Les actifs liquides contribuent positivement à la valeur de marché de l'entreprise jusqu'à atteindre le niveau optimal de liquidités au-dessus duquel chaque euro supplémentaire est valorisé à moins d'un euro et diminue par conséquent la valeur de marché de l'entreprise.

Par ailleurs, s'il n'existe pas de niveau optimal de niveau d'actifs liquides, un euro détenu en trésorerie devrait être valorisé de la même façon par les actionnaires et cette valeur ne devrait pas être influencée par l'importance de cette trésorerie. Les résultats obtenus indiquent le contraire. La valeur d'un euro supplémentaire est supérieure à un euro (1.137 euros) et cette valeur dépend du niveau actuel de liquidités détenues. Plus le niveau est élevé moins cette détention est avantageuse. Ce résultat est confirmé par le coefficient négatif de la variable d'interaction entre la variation du niveau d'actifs liquides et le niveau de détention au début de chaque année  $CASH_{it-1} * dCASH_{it}$  (modèle 4). Plus le niveau des réserves de liquidités est important, moins les actionnaires valorisent un euro supplémentaire accumulé.

Plus le niveau de liquidités augmente, plus le risque de sous-investissement diminue, alors que le risque de surinvestissement augmente rendant la détention marginale de liquidités moins avantageuse. Par ailleurs, le coefficient négatif de la variable d'interaction entre la variation du niveau d'actifs liquides et le niveau de la dette au début de chaque année  $Levier_{it-1} * dCASH_{it}$  (modèle 3) indique que plus le niveau d'endettement augmente, plus la valeur marginale des actifs liquides diminue.

### *La valeur des actifs liquides et les caractéristiques financières des entreprises*

Compte tenu des développements précédents, il semble que les avantages et les inconvénients de la détention d'actifs liquides dépendent de plusieurs caractéristiques propres aux entreprises. Par conséquent, nous nous attendons à des variations inter-entreprises de la valorisation des actifs liquides par les actionnaires en fonction de ces facteurs. Pour vérifier cette hypothèse, nous adoptons la méthodologie de Pinkowitz et Williamson (2005) et créons plusieurs sous-échantillons en fonction de plusieurs variables pertinentes mises en évidence dans le chapitre précédent (les opportunités d'investissement, le levier d'endettement, le z-score d'Altman comme indicateur de la détresse financière, les dépenses en R&D, les dividendes distribués, les dépenses d'investissements et la volatilité du cash-flow) afin de tester l'impact des actifs liquides sur la valeur de marché de l'entreprise pour chacun de ces sous-échantillons.

Il est possible de constater (tableau n°33<sup>84</sup>) qu'il existe effectivement des différences significatives entre résultats des différents sous-échantillons. Il apparaît notamment que la valeur des actifs liquides est plus importante pour les entreprises qui disposent d'opportunités d'investissement, qui investissent davantage et qui sont intensives en recherche et développement. Ce résultat peut s'expliquer à la fois par la théorie du free cash-flow que par la théorie du financement hiérarchique. D'un côté, les entreprises qui disposent d'opportunités d'investissement sont moins exposées au risque de surinvestissement; par conséquent, les actionnaires ne sanctionnent pas la détention de liquidités. D'un autre côté les entreprises dont la valeur est fortement constituée d'opportunités d'investissement ou d'actifs intangibles (activités de R&D notamment) sont soumises à l'asymétrie informationnelle et sont plus contraintes financièrement. Une détention préalable de liquidités est donc indispensable pour financer les programmes d'investissement et les actionnaires apprécient ces liquidités qui couvrent le risque de sous-investissement.

Voici un autre constat : La valeur des actifs liquides est plus faible pour les entreprises dont le risque de détresse financière est plus élevé que la médiane. Ce résultat trouve sa justification dans la théorie de Jensen et Meckling (1976) selon laquelle les coûts de détresse

---

<sup>84</sup> Le tableau 32 présente uniquement les valeurs des coefficients de régression de la variable « actifs liquides » (les tableaux entiers sont présentés en annexe 3).

financière exacerbent les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers dans la mesure où la valeur est captée par les créanciers en cas de mise en faillite de l'entreprise. Ce résultat est par ailleurs confirmé par la variable « levier d'endettement »; en effet, plus le levier est élevé, plus le risque de faillite est élevé et moins les actionnaires apprécient la détention de liquidités, ce qui se répercute négativement sur la valeur boursière de l'entreprise.

Le résultat de la variable « dividendes » contredit la théorie du free cash-flow selon laquelle les actionnaires apprécient le caractère disciplinaire des distributions de dividendes. La valeur des actifs liquides des entreprises les plus généreuses en distribution de dividendes devrait par conséquent être supérieure de celles des entreprises qui ne distribuent pas ou peu de liquidités. Le tableau 33 indique un résultat contraire qui peut être justifié par deux autres théories. D'une part, selon la théorie du signal, les distributions de dividendes peuvent signaler aux marchés des faibles perspectives de croissance et faire baisser le cours de l'action de l'entreprise. D'autre part, les dividendes sont souvent utilisés comme un indicateur des contraintes de financement (Dans cette perspective, les entreprises qui ne distribuent pas de dividendes sont considérées comme contraintes financièrement alors que celles qui distribuent des dividendes ont la possibilité de diminuer ou d'annuler les dividendes pour financer un déficit de trésorerie). Les actionnaires apprécient davantage les actifs liquides lorsque les sources de financement externes sont coûteuses ou incertaines.

On remarque enfin que l'incertitude pesant sur le cash-flow de l'entreprise augmente de près du double l'impact des actifs liquides sur la valeur de marché des actifs liquides. Comme la volatilité du cash-flow augmente le risque de sous-investissement et que le sous-investissement réduit la richesse des actionnaires, ces derniers apprécient la détention d'excès de liquidités afin de faire face à une éventuelle baisse du cash-flow.

**TABLEAU 33: IMPACT DES VARIABLES FINANCIERES SPECIFIQUES SUR  
 L'ESTIMATION DE LA VALEUR MARGINALE DES ACTIFS LIQUIDES**

Valeur marginale des actifs liquides		
Panel complet		1.791***
Opportunités d'investissement	Faibles	1.426***
	Fortes	1.849***
Dépenses d'investissement	Faibles	1.931***
	Fortes	2.957***
Dépenses de R&D	Faibles	1.504***
	Fortes	2.759***
Distributions de Dividendes	Faibles	2.346***
	Fortes	1.792***
Lever d'endettement	Faible	2.512***
	Fort	1.849***
Risque de faillite	Faible	2.527***
	Fort	1.991***
Volatilité du cash-flow	Faible	1.109***
	Fort	2.233***

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 3.2. Les influences modératrices des contraintes de financement et de la gouvernance d'entreprise sur l'impact des actifs liquides sur la valeur

L'impact théorique des excès d'actifs liquides sur la valeur n'est pas clair. Si, d'un côté, les excès de liquidités peuvent servir à financer des gaspillages organisationnels ou des projets non rentables; d'un autre côté, ils peuvent être considérés comme un actif stratégique permettant à l'entreprise d'être compétitive et de saisir les opportunités d'investissements avant ses concurrents.

Il apparaît dans le tableau 34 que les actionnaires considèrent les excès de liquidités sous cette dernière perspective puisque la valeur d'un euro détenu par l'entreprise en excès du niveau optimal de liquidités est appréciée à 1.378 euro.

#### *Impact de la gouvernance d'entreprise sur la valeur des actifs liquides*

Afin de tester l'impact de la gouvernance d'entreprise, l'échantillon a été divisé en deux sous-groupes selon que les entreprises présentent un indice de gouvernance inférieur ou supérieur à la médiane de l'échantillon. Les résultats de la régression indiquent que la valeur des excès d'actifs liquides est plus importante (1,812) dans les entreprises bien gouvernées que dans celles dont la gouvernance est plus faible (1,596) ce qui confirme l'hypothèse H.2.8.

Ce résultat est cohérent avec ceux de Dittmar & Mahrt-Smith, (2007) qui montrent que plus l'indice des droits des actionnaires (les auteurs utilisent l'indice de Gompers et al. 2003) est élevé, plus la valeur des excès de liquidités augmente.

La gouvernance d'entreprise augmente bien la valeur des excès de liquidités en les sécurisant face au risque de surinvestissement. On remarque cependant que cet écart de valeur (0,216) est plus faible que celui lié aux contraintes de financement (1,069). Il semble donc que les actionnaires sanctionnent davantage le risque de sous-investissement que le risque de surinvestissement.

#### *Impact de la structure de propriété sur la valeur des excès de liquidités*

Dans ce dernier paragraphe, il s'agira de vérifier si la structure de propriété influence la valorisation des excès de liquidité. Est-ce que les actionnaires valorisent de la même façon les excès de liquidités lorsque le capital est concentré que lorsqu'il est dispersé ? Est-ce que la

présence d'un actionnaire majoritaire familial modifie la perception des actionnaires de la valeur des actifs liquides ?

On peut remarquer des différences significatives de la valorisation des excès de liquidités en fonction de la structure de propriété. Les résultats indiquent que la concentration du capital impacte négativement la valeur des excès de liquidités. En effet, le tableau 34<sup>85</sup> montre que la valeur d'un euro placé en excès de liquidités est valorisé à hauteur de 1.619 euros lorsqu'aucun actionnaire ne détient plus de 20% du capital et à seulement 1.255 dans le cas contraire (capital concentré au seuil de 20%).

Ce résultat est cohérent avec les résultats du chapitre 3. Plus le capital est concentré, plus le niveau d'actifs liquides diminue à cause du risque de surinvestissement rapide des liquidités par l'actionnaire majoritaire. Il semble donc que les investisseurs soient plus concernés par les conflits d'agence liés au risque de tunneling que par les conflits d'agence de la discrétion managériale.

Lorsque l'actionnaire majoritaire est familial, l'impact des actifs liquides sur la valeur est encore plus faible (0.942). Cette sous-valorisation peut être expliquée par deux hypothèses: soit les marchés considèrent que les problèmes d'agence sont plus sévères dans les entreprises familiales et craignent par conséquent le tunneling des actifs liquides par les actionnaires familiaux; soit c'est l'aversion excessive au risque et la détention excessive des actifs liquides par les entreprises familiales qui est sanctionnée. Comme les résultats du test de l'impact de la propriété familiale sur le niveau de liquidités est positive (voir chapitre 3), c'est bien l'aversion au risque qui est retenue comme hypothèse explicative de la sous-valorisation des actifs liquides des entreprises familiales par les marchés.

### *Impact des contraintes de financement*

Les résultats confirment l'hypothèse H.2.9. L'impact des excès de liquidités sur la valeur est encore plus élevé (1.768 euros) lorsque les contraintes de financement de l'entreprise sont fortes. A l'inverse, lorsque les entreprises n'ont pas de difficultés d'accès au financement externe, les actionnaires sanctionnent la détention inutile d'excès de liquidités. Ils valorisent ainsi un euro placé en excès de liquidités à moins d'un euro (0.651 euros).

---

<sup>85</sup> Le tableau entier est présenté en annexe 4.

Les entreprises contraintes financièrement dépendent de la disponibilité d'actifs liquides pour financer leurs programmes d'investissement. Elles préfèrent éviter le recours au financement externe dont le coût est bien supérieur au coût de détention de liquidités. Comme les actifs liquides réduisent le risque de sous-investissement, plus les contraintes de financement sont fortes, plus les actionnaires récompensent la détention d'actifs liquides.

**TABLEAU 34: VALEUR MARGINALE DES EXCÈS D'ACTIFS LIQUIDES**

Valeur marginale des excès d'actifs liquides		
Panel complet		<b>1.378***</b>
Contraintes de financement (WW)	Faibles	<b>0.651**</b>
	Fortes	<b>1.768***</b>
Indice de gouvernance	Faibles	<b>1.235***</b>
	Fortes	<b>1.565***</b>
Actionnariat	Dispersé	<b>1.619***</b>
	Concentré	<b>1.255***</b>
Actionnaire majoritaire	Familial	<b>0.942***</b>
	Non familial	<b>2.059***</b>

### 3.3. Examen de l'impact des variables macroéconomiques sur la valeur des actifs liquides

Il s'agit ici de vérifier si les conditions macroéconomiques influencent la valorisation des actifs liquides par le marché en introduisant dans le modèle des variables macroéconomiques ainsi que des variables d'interaction entre les variables macroéconomiques et la valeur des actifs liquides.

Quel est le constat ? La variable PIB augmente l'impact positif des actifs liquides sur la valeur (modèle 1) ce qui indique que la valeur marginale des actifs liquides est plus élevée durant les périodes d'expansion économique. Il est possible d'interpréter ce résultat par le fait que les actionnaires apprécient la détention d'actifs liquides lorsque les conditions économiques sont favorables car elle permet aux entreprises de saisir les opportunités

d'investissements rentables et de créer de la valeur. Ce résultat est confirmé par les coefficients positifs des variables d'interactions entre la variation d'actifs liquides et l'indice du climat des affaires ou le taux d'intérêt à court terme (modèle 2 & 3).

A l'inverse, lorsque les conditions macro-économiques sont défavorables, l'impact positif des actifs liquides sur la valeur diminue; en particulier lorsque les mauvaises conditions économiques s'accompagnent d'une contraction du crédit. On constate, en effet, que la variable d'interaction entre la variation des actifs liquides et l'écart de crédit (modèle 4) présente un coefficient négatif. Plus le coût du crédit est élevé, moins l'impact positif des actifs liquides sur la valeur est élevé.

Ce résultat contredit l'hypothèse selon laquelle les actionnaires valorisent la détention de liquidités de précaution face au risque de détresse financière mais reste cohérent avec les résultats du paragraphe précédent dans la mesure où plus l'écart de crédit est élevé, plus la probabilité de défaut est importante. En cas de mise en faillite de l'entreprise, ses actifs seraient captés par les créanciers.

Dans l'ensemble, ces résultats confirment par conséquent l'hypothèse H.2.10 de l'impact significatif des variables macro-économiques sur la valorisation des actifs liquides. En effet, la valeur de marché des actifs liquides augmente durant les périodes d'expansion économiques car elles offrent la flexibilité financière permettant de saisir les opportunités d'investissement et diminue en temps de crise à cause du risque de captation des actifs liquides par les créanciers en cas de mise en faillite de la société.

**TABLEAU 35: IMPACT DES VARIABLES MACRO-ECONOMIQUES SUR LA VALEUR MARGINALE DES ACTIFS LIQUIDES**

Variables indépendantes	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Variable dépendante: <math>V_{it} - TA_{it}</math></i>			
$dV_{it+1}$	-0.603***	-0.570***	-0.607***	-0.617***
$dAN_{it}$	0.545***	0.530***	0.577***	0.596***
$dAN_{it+1}$	0.727***	0.766***	0.749***	0.781***
$E_{it}$	-1.207***	-0.813***	-1.196***	-1.309***
$dE_{it}$	2.008***	1.963***	1.817***	1.791***
$dE_{it+1}$	0.825***	1.123***	0.769***	0.602**
$D_{it}$	22.28***	20.96***	22.08***	21.76***
$dD_{it}$	-3.912	-3.699	-3.764	-3.914
$dD_{it+1}$	10.09***	9.917***	10.14***	9.878***
$RD_{it}$	3.131***	2.615***	3.590***	3.600***
$dRD_{it}$	9.877***	10.13***	9.846***	10.28***
$dRD_{it+1}$	-0.181	-0.264	-0.135	-0.116
$I_{it}$	11.27***	10.81***	11.09***	11.72***
$dI_{it}$	-4.226**	-4.329**	-4.841**	-4.613**
$dI_{it+1}$	0.244	-0.167	0.363	0.461
$dCASH_{it}$	-1.453***	-14.02***	-1.765***	1.861***
$dCASH_{it+1}$	0.821***		0.757***	0.856***
$PIB$	0.0747***			
$PIB * dCASH_{it}$	0.721***			
$CAF$		0.0163***		
$CAF*dCASH_{it}$		0.145***		
$OAT3$			0.0253	
$OAT3*dCASH_{it}$			0.901***	
$Spread$				0.0699*
$Spread*dCASH_{it}$				-0.406*
Constante	0.262***	-1.185***	0.0311	-0.207*
Observations	2,020	2,020	2,020	2,020
R-squared	0.510	0.504	0.499	0.488
Number of id	202	202	202	202

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### *Conclusion du chapitre 4*

Quelles sont alors les principales implications de la détention d'actifs liquides ?

Il est important de retenir qu'il existe une relation curvilinéaire entre le niveau d'actifs liquides et la performance économique et financière. Ce résultat confirme l'existence d'un niveau cible d'actifs liquides dont les entreprises préfèrent ne pas s'écarter afin de ne pas diminuer la performance de l'entreprise. Dans le cas contraire, les excès de liquidités augmenteraient le risque de surinvestissement alors que les insuffisances de liquidités auraient tendance à augmenter le risque de sous-investissement.

Par ailleurs, l'investigation de l'impact des actifs liquides sur la valeur de l'entreprise indique que globalement les liquidités sont appréciées positivement par les investisseurs. Cette valorisation dépend cependant de la sévérité des contraintes de financement et de la gouvernance d'entreprise. Plus les entreprises disposent d'opportunités d'investissement rentables et sont contraintes financièrement, plus l'impact positif des actifs liquides sur l'investissement, la performance économique et financière est élevé. Cette situation se répercute positivement sur la valeur de marché des actifs liquides. A l'inverse, lorsque les perspectives d'investissement sont faibles et l'accès au financement externe est aisé, le risque de surinvestissement est élevé entraînant une baisse de la performance et de la valeur de marché de l'entreprise en particulier quand la gouvernance d'entreprise est faible et ne permet pas de contrôler le niveau et l'affectation des actifs liquides.

Ainsi, la gouvernance d'entreprise semble avoir un impact positif sur la valeur des excès de liquidités du moment qu'elle évite le surinvestissement et le gaspillage des actifs liquides. Ce résultat permet de montrer un mécanisme concret par lequel la gouvernance d'entreprise est créatrice de valeur en agissant sur la valeur de marché des actifs liquides.

**TABLEAU 36 : SYNTHÈSE DES VÉRIFICATIONS DES HYPOTHÈSES CONCERNANT LES IMPLICATIONS DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES**

Hypothèses	Confirmées	Non confirmées
<b>LES IMPLICATIONS DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES</b>		
H.2.1.a. Les dépenses d'investissements sont sensibles au cash-flow.	X	
H.2.1.b Les dépenses d'investissements ne sont pas sensibles au cash-flow.	X	
H.2.2. Les contraintes de financement aggravent la dépendance des investissements des entreprises à la disponibilité des cash-flows.	X	
H.2.3.a Les dépenses d'investissements sont sensibles aux actifs liquides.	X	
H.2.3.b. Les dépenses d'investissements ne sont pas sensibles aux actifs liquides.		X
H.2.4. Les actifs liquides réduisent la sensibilité des investissements aux contraintes de financement.	X	
H.2.5. La gouvernance d'entreprise a un effet modérateur négatif la sensibilité des investissements aux actifs liquides	X	
H.2.6. Il existe une relation curvilinéaire entre le niveau d'actifs liquides et la performance de l'entreprise	X	
H.2.7. Les déviations du niveau cible d'actifs liquides impactent négativement sur la performance de l'entreprise	X	
H.2.8. La gouvernance d'entreprise a un impact positif sur la valeur des actifs liquides	X	
H.2.9. Les contraintes de financement augmentent de manière significative la valeur des actifs liquides	X	
H.2.10. La valeur des actifs liquides est significativement impactée par les conditions macro-économiques	X	

---

## CONCLUSION GENERALE

Cette recherche sur les motivations et les conséquences de la détention d'actifs liquides prend sa source dans un double constat: le premier, empirique, concerne les montants importants d'actifs liquides inscrits dans les bilans des entreprises. Le deuxième, théorique, concerne l'insuffisance de la théorie financière néoclassique à expliquer ce comportement réel des entreprises de détention d'actifs liquides.

L'objet de ce travail vise à contribuer à la compréhension de la décision de détention d'actifs liquides par les entreprises en étudiant à la fois les motivations de cette décision et ses implications sur l'investissement, la performance et la valeur de marché des entreprises.

Pour atteindre cet objectif, deux catégories de questions de recherches ont été posées:

1. Pourquoi les entreprises détiennent-elles des actifs liquides ? Quelles sont les motivations de cette décision ? Quel est le rôle des caractéristiques financières spécifiques, de la gouvernance d'entreprise et des conditions macro-économiques sur cette décision ?
2. Quel est l'impact des actifs liquides sur l'investissement, la performance et la valeur des entreprises ? Quel est le rôle modérateur des contraintes de financement, des conditions macro-économiques et de la gouvernance d'entreprise ?

Pour répondre à cette problématique, nous avons procédé dans une première partie à une revue de la littérature financière afin de dégager les cadres théoriques susceptibles d'expliquer le comportement réel des entreprises en matière de trésorerie.

Dans un premier chapitre, l'objectif visait à développer les évolutions récentes de la finance organisationnelle à travers la prise en compte des coûts de transaction, de l'asymétrie informationnelle, des coûts d'agence de l'endettement, de la volatilité des conditions macro-économiques et des coûts d'agence du free cash-flow. Cet état de l'art a permis d'identifier trois principales théories explicatives de la décision de détention d'actifs liquides: la théorie de l'arbitrage ou trade-off theory (TOT), la théorie du financement hiérarchique ou pecking order theory (POT) et la théorie du cash-flow libre ou free cash-flow theory (FCF).

Dans le deuxième chapitre, il s'agissait de s'attarder sur la théorie du free cash-flow afin d'explorer les motivations des dirigeants à détenir des niveaux importants d'actifs liquides ainsi que de mettre en évidence l'impact de la gouvernance d'entreprise sur le niveau, l'utilisation et la valeur des actifs liquides.

Dans une deuxième partie, il a été question de mener une étude empirique sur des données de panel de 202 entreprises françaises cotées au SBF 250 sur la période 1999-2010 dans l'objectif de déterminer dans quelle mesure les enseignements théoriques de la finance organisationnelle permettraient d'éclairer le comportement accumulateur de liquidités des entreprises.

### *Synthèse et discussion des résultats*

Cette étude, fondée sur une démarche hypothético-déductive, a permis de tester les hypothèses de recherche construites à partir de la revue de la littérature et partant de répondre à la problématique afin d'atteindre les objectifs de recherche. Cette investigation a fait l'objet des troisième et quatrième chapitres.

Quels sont alors les résultats auxquels l'étude est parvenue au niveau du troisième chapitre dont l'objectif était d'étudier les déterminants du niveau d'actifs liquides ?

Les résultats ont montré que, contrairement à l'approche de la finance néoclassique, la décision de détention d'actifs liquides n'est pas une décision superflue. Les actifs liquides représentent une part importante des actifs des entreprises. La décision de détention de liquidités n'est pas non plus le résidu d'autres décisions financières. En effet, l'utilisation du modèle de régression dynamique a permis de mettre en évidence:

- l'existence pour chaque entreprise d'un niveau optimal d'actifs liquides qui découle de l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la détention de liquidités,
- la volonté des entreprises d'atteindre leurs niveaux cibles par le réajustement de leurs niveaux de liquidités vers ce niveau cible lorsqu'elles s'en éloignent à la hausse comme à la baisse.

Quelle est alors la théorie qui pourrait le mieux dépasser cet écueil entre la théorie et la pratique?

La validité des hypothèses de recherche relatives aux déterminants financiers spécifiques de la détention d'actifs liquides indique la supériorité de la théorie de l'arbitrage. En effet, à l'exception de la variable « dividendes » qui présente un coefficient positif contraire à la prédiction théorique, toutes les variables étudiées confirment la théorie de l'arbitrage. Le résultat positif et significatif de la variable latente « Actifs liquides<sub>t-1</sub> » confirme donc l'existence d'un processus d'ajustement partiel vers un niveau cible de liquidités qui découle de l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la détention de liquidités.

Rappelons que les avantages de la détention d'actifs liquides se justifient théoriquement par le motif de transaction et le motif de précaution, alors que le principal inconvénient présenté par la théorie de l'arbitrage concerne le coût d'opportunité du capital.

En effet, d'un côté, les résultats montrent que les coefficients des variables « taille », « opportunités de croissance », « levier d'endettement », « tangibilité », « BFR » et « dépenses en R&D » confirment la justification de la détention d'actifs liquides par le motif de transaction. Par contre, le motif de précaution est confirmé par les résultats des variables : « levier au carré », « volatilité du cash-flow » et « probabilité de détresse financière ». D'un autre côté, les coefficients négatifs des variables « levier d'endettement » et « profitabilité » confirment que le niveau d'actifs liquides diminue avec le coût d'opportunité du capital.

Les résultats des tests de régression indiquent donc que le niveau d'actifs liquides augmente avec la hausse des opportunités d'investissements, du coût du financement externe, du coût de liquidation de autres catégories d'actifs (motif de transaction), de la distribution de dividendes, de la volatilité des revenus ou des coûts de détresse financière (motif de précaution), et diminue avec la hausse de la rentabilité et de la dette qui augmentent le coût d'opportunité du capital placé en liquidités.

Donc, pour répondre à notre question de départ (« Pourquoi les entreprises détiennent-elles des actifs liquides ? »), il convient de faire remarquer que les entreprises détiennent des actifs liquides afin de minimiser les coûts liés au déficit de liquidités (motif de transaction) et de couvrir les risques de contraintes de financement, de volatilité du cash-flow et de détresse financière (motif de précaution).

Toutefois, il convient de noter que la théorie de l'arbitrage n'est pas forcément en contradiction avec la théorie du free cash-flow. Dans une version élargie de la théorie de l'arbitrage, les inconvénients de détention de liquidités ne concernent pas seulement le coût

d'opportunité du capital mais également le risque de surinvestissement des liquidités lié aux coûts d'agence de la discrétion managériale. De plus, l'opportunisme des dirigeants ne les empêche pas de poursuivre un ratio cible de liquidités à long terme dans la mesure où ils cherchent à augmenter le niveau d'actifs liquides pour éviter de recourir au marché des capitaux et de se plier à son contrôle (Stulz, 1990), comme ils peuvent procéder à des ajustements à la baisse du niveau de liquidités si celui-ci dépasse un certain plafond qui risque de susciter l'activisme des actionnaires ou la convoitise d'éventuels acquéreurs.

De même, les résultats ne permettent pas d'écarter l'hypothèse de conflits d'agence autour des actifs liquides dans la mesure où les variables de gouvernance impactent significativement le niveau d'actifs liquides. Globalement, les résultats ne confirment pas la prédiction de la théorie du FCF selon laquelle la gouvernance d'entreprise permet de diminuer le niveau de liquidités laissé à la discrétion des dirigeants. Bien au contraire, les résultats indiquent que les mécanismes de gouvernance permettent plutôt d'« immobiliser » les actifs liquides dans l'entreprise en évitant le surinvestissement et le gaspillage rapide de ces liquidités. A l'inverse, plus le pouvoir des dirigeants et/ou actionnaires de contrôle augmente, plus les actifs liquides risquent d'être détournés ou gaspillés afin de satisfaire leurs propres intérêts.

De plus, contrairement à la théorie du free cash-flow, les résultats des tests de régression ne permettent pas de confirmer non plus que la politique financière représente un mécanisme de gouvernance indirect pouvant réduire la détention excessive de liquidités. Au contraire, elle l'augmente. Ce qui confirme les conclusions du paragraphe précédent. En effet, même s'il a été constaté que l'endettement a un effet négatif sur le niveau d'actifs liquides, à mesure que le levier d'endettement augmente, la relation s'inverse et les entreprises accumulent des actifs liquides afin de minimiser les coûts de détresse financière et de couvrir le risque de faillite.

Par ailleurs, il a été constaté que contrairement à l'hypothèse de départ, la distribution de dividendes a un lien positif avec le niveau d'actifs liquides. Pour tenter de comprendre ce résultat, il a été utile de mobiliser la théorie du signal qui montre que pour ne pas envoyer un signal négatif aux actionnaires, les entreprises préfèrent éviter de diminuer le niveau de distribution en cas de baisse du cash-flow. Elles doivent par conséquent s'assurer de disposer de liquidités suffisantes dans tous les états du monde et conservent ainsi des excès de liquidités garantissant leurs politiques de distribution.

Nous venons de voir qu'en plus des motifs de transaction et de précaution, les dirigeants peuvent également détenir des actifs liquides afin de satisfaire leurs propres intérêts. Ces motivations pourraient être complétées par une autre piste de réflexion étayée par les résultats empiriques de l'étude. En effet, les résultats ont montré que malgré la supériorité de la théorie de l'arbitrage, il n'est pas possible d'écarter totalement la théorie du financement hiérarchique. Dans la lignée de quelques travaux récents (Fama & French, 2005; Byoun, 2008; Leary & Roberts, 2010) sur la structure du capital, il est possible d'adopter une approche contributive faisant articuler les deux théories pour expliquer le comportement accumulateur d'actifs liquides des entreprises puisque chacune peut expliquer une partie du comportement des entreprises.

Toutefois, les deux théories présentent d'autres limites. D'une part, la théorie du financement hiérarchique, par exemple, ne permet pas d'expliquer pourquoi les entreprises conservent les liquidités abondantes tout en restant endettées, au lieu de s'en servir pour rembourser la dette (Barclay & Smith, 2005). Elle ne parvient pas à expliquer non plus pourquoi des entreprises qui distribuent des dividendes et qui ne font pas face par conséquent à une importante asymétrie d'information détiennent des niveaux importants de liquidités. D'autre part, la théorie de l'arbitrage ne permet pas non plus d'expliquer pourquoi les entreprises rentables ne profitent pas entièrement de l'avantage fiscal de la dette en augmentant leur levier financier.

Plusieurs auteurs (DeAngelo & DeAngelo, 2007; Byoun, 2007; Barclay & Smith, 2005) partent des limites de ces deux théories. Ils proposent en revanche la théorie de la flexibilité financière comme la pièce manquante du puzzle afin d'expliquer le comportement réel des entreprises. Dans cette perspective, la flexibilité financière s'avère être un déterminant important des décisions de financement des entreprises (Graham & Harvey, 2001; Bancel & Mittoo, 2004). Les arguments présentés en faveur de cette théorie montrent que les entreprises poursuivent bien un niveau cible d'actifs liquides à long terme. Toutefois, elles sont également incitées à accumuler un niveau d'actifs liquides supérieur au niveau optimal et à éviter de s'endetter afin de maintenir une capacité d'endettement future (DeAngelo & DeAngelo, 2007) et de préserver la flexibilité financière leur permettant de réagir de manière réactive, préventive et maximisatrice de la valeur à tout changement inattendu des conditions de financement, des opportunités d'investissement ou du cash-flow de l'entreprise.

Nous venons d'expliquer pourquoi les entreprises détiennent des actifs liquides et de spécifier les motivations de leur décision ainsi que le rôle de leurs caractéristiques spécifiques et nous avons vu que la flexibilité financière est une approche pertinente pour surmonter les limites des trois théories TOT, POT et FCF. Il reste maintenant à voir les résultats concernant l'impact des conditions macro-économiques.

A ce propos, les résultats indiquent que, bien que leur influence soit relativement plus faible que les facteurs spécifiques, les variables macro-économiques ont également un impact significatif sur le niveau de détention d'actifs liquides. Durant les périodes d'expansion économique, les entreprises augmentent le niveau d'actifs liquides afin de saisir les opportunités d'investissement qui s'offrent à elles et le diminuent durant les périodes de récession. Les résultats indiquent également que lors de périodes de contractions du crédit, les entreprises ont davantage recours à l'autofinancement et détiennent plus d'actifs liquides pour éviter les conséquences du rationnement du crédit.

Qu'en est-il maintenant de notre deuxième question de recherche ? Rappelons-la avant de présenter les principaux résultats: comment les actifs liquides affectent-ils l'investissement, la performance et la valeur des entreprises ? Quel est le rôle modérateur des contraintes de financement, des conditions macro-économiques et de la gouvernance d'entreprise ?

Le quatrième chapitre avait pour objectif d'analyser justement les implications de la détention d'actifs liquides sur l'investissement, la performance et la valeur de marché de l'entreprise. Parmi les résultats pertinents, il est important de rappeler que les actifs liquides ont un impact positif sur l'investissement puisqu'ils permettent d'augmenter la capacité d'investissement des entreprises et de diminuer la dépendance des investissements au cash-flow. Cet impact est créateur de valeur en particulier pour les entreprises contraintes financièrement et qui ne peuvent avoir recours au financement externe en cas de baisse du cash-flow ou si des opportunités d'investissement non anticipées apparaissent. Toutefois, la détention d'actifs liquides est une « arme à double tranchant » : elle peut se révéler destructrice de la valeur dans la mesure où des niveaux élevés de liquidités peuvent inciter les entreprises à investir au-delà du niveau optimal d'investissement.

Les résultats de nos tests de régression ont d'ailleurs montré que les déviations du niveau optimal d'actifs liquides ont un impact négatif sur la performance de l'entreprise. Les excès de liquidités augmentent le risque de surinvestissement en particulier lorsque la gouvernance

d'entreprise est faible, alors que les insuffisances de liquidités augmentent le risque de sous-investissement en particulier lorsque les contraintes de financement sont fortes.

Le rôle de la gouvernance d'entreprise est par conséquent de contrôler l'utilisation des liquidités et d'éviter leur gaspillage. A ce sujet, les résultats ont montré que la gouvernance d'entreprise a un effet négatif sur l'affectation des actifs liquides à l'investissement chez les entreprises ne disposant pas d'opportunités d'investissements rentables, limitant ainsi le risque de surinvestissement et de gaspillage.

Par conséquent, l'impact des actifs liquides sur l'investissement et la performance n'est pas linéaire : en dessous du niveau optimal de liquidités, un euro supplémentaire d'actifs liquides a un impact marginal positif sur la performance ; mais au-delà du niveau optimal, son impact sur la performance est négatif, car la détention d'actifs liquides est non seulement coûteuse (coût d'opportunité du capital) mais augmente, en plus, le risque de surinvestissement et de gaspillage.

Quant à la question de l'évaluation des actifs liquides par les marchés, les résultats montrent que l'impact des actifs liquides sur la valeur de marché de l'entreprise n'est pas non plus linéaire. Si, globalement, un euro d'actifs liquides est valorisé à plus d'un euro par les marchés, cette valorisation dépend du niveau actuel des réserves de liquidités. Plus le niveau d'actifs liquides augmente, plus l'utilité d'un euro supplémentaire diminue et plus le risque de surinvestissement augmente. Ainsi, plus le niveau de liquidités augmente, plus la valeur marginale d'un euro supplémentaire diminue aux yeux des actionnaires.

Par ailleurs, cette valorisation dépend de plusieurs facteurs spécifiques aux entreprises ainsi que des conditions macro-économiques. En effet, il a été constaté que la valeur des actifs liquides dépend des opportunités d'investissement, de la sévérité des contraintes de financement et de la gouvernance d'entreprise. Plus l'entreprise dispose d'opportunités d'investissement rentables et plus son cash-flow est volatile, plus la valeur de marché des actifs liquides augmente. Par contre, l'endettement et le risque de détresse financière agissent négativement sur la valeur des actifs liquides, car en cas de mise en faillite, les actifs liquides risquent d'être captés par les créanciers. De plus, les actifs liquides sont également mieux valorisés par les marchés lorsque la gouvernance d'entreprise est forte et permet de sécuriser les actifs liquides contre le risque de surinvestissement et de détournement.

Il a été également constaté que les conditions macro-économiques influencent la valorisation des actifs liquides. En l'occurrence, les résultats ont montré que durant les périodes d'expansion économique, les investisseurs apprécient la détention d'actifs liquides, alors qu'en période de crise, la situation n'est plus la même : face au risque de captation des actifs liquides par les créanciers, les actionnaires sanctionnent la détention d'importants niveaux de liquidités par leur sous-valorisation.

Les résultats du quatrième chapitre sont donc cohérents avec les conclusions du troisième chapitre puisqu'ils montrent bien l'existence pour chaque entreprise d'un niveau optimal de liquidités qui maximise la performance et la valeur de marché de l'entreprise. Ce niveau optimal dépend de facteurs intrinsèques (financiers et de gouvernance) ainsi que des facteurs relevant du contexte macro-économique.

### *Perspectives de recherche*

La partie empirique s'est intéressée à examiner le comportement des entreprises en matière de détention d'actifs liquides dans le contexte français. L'un des principaux objectifs de recherche était d'estimer l'impact de la gouvernance d'entreprise sur le niveau et la valeur des actifs liquides. Afin de compléter ce travail, il serait intéressant de mener une étude comparative européenne voire internationale en élargissant l'échantillon de travail à plusieurs groupes d'entreprises appartenant à des pays différents pour mieux appréhender l'impact du cadre institutionnel et juridique sur le niveau, l'utilisation et la valeur des actifs liquides. Il s'agit de comparer le comportement accumulateur de liquidités des entreprises françaises à celui d'entreprises appartenant à des pays présentant des cadres juridiques et institutionnels différents, notamment en matière de pratiques de gouvernance, de droits des actionnaires et de degrés de protection des actionnaires minoritaires et des créanciers.

Par ailleurs, faute de données disponibles, il n'a pas été possible d'intégrer dans l'analyse plusieurs variables financières ou de gouvernance pouvant avoir un impact significatif sur les actifs liquides. En effet, il serait utile d'étudier le rôle d'autres variables comme les décisions de rachats d'actions ou la disponibilité de sources alternatives de financement (les lignes de crédit par exemple) ou encore la notation de la dette des entreprises. De plus, les données de gouvernance peuvent être complétées par d'autres variables comme la relation de l'entreprise avec sa banque, la rémunération des dirigeants ou les indices de droits des actionnaires.

Il serait également pertinent de tester empiriquement l'incidence des biais cognitifs et comportementaux (notamment l'aversion au risque et l'excès de confiance) qui empêchent les décideurs de déterminer le niveau optimal d'actifs liquides à détenir et de prendre les meilleures décisions financières pour l'atteindre.

D'autres pistes sont envisageables aussi : par exemple, vérifier si, en plus de variables spécifiques et de variables macro-économiques, des variables relevant de l'environnement concurrentiel, influencent le niveau d'actifs liquides ainsi que leur valorisation par les marchés. Il s'agit plus spécifiquement de vérifier si l'intensité de la concurrence sur le marché des produits et services de l'entreprise augmente l'utilité stratégique de la détention d'actifs liquides afin de faire face à la concurrence, particulièrement lorsque le risque de prédation entre concurrents est élevé.

Par ailleurs, au regard de la théorie de l'agence, l'environnement concurrentiel peut-il se substituer à la gouvernance d'entreprise en diminuant le risque de comportement opportuniste de surinvestissement ou de détournement des liquidités par les dirigeants ou les actionnaires majoritaires et aurait-il par conséquent un effet disciplinaire créateur de valeur pour les actionnaires ?

Il serait également tout indiqué d'approfondir la relation entre les actifs liquides et les stratégies concurrentielles des entreprises et de vérifier empiriquement si la détention d'actifs liquides impacte la performance des entreprises en leur permettant de mener des stratégies concurrentielles agressives et de gagner des parts de marché au détriment de leurs concurrents.

Ce travail peut aussi bien être complété par une réflexion sur l'impact du nouveau dispositif réglementaire prévu par les accords « Bâle III » fin 2010 suite aux récents chocs économiques (crise des subprimes, crise de la liquidité, faillite de la banque Lehman Brothers...) qui ont mis en évidence la nécessité de rendre les banques plus résistantes afin d'éviter de nouvelles crises.

Le dispositif réglementaire Bâle III prévoit notamment :

- le durcissement du ratio de solvabilité afin de renforcer le niveau et la qualité des fonds propres par le relèvement du ratio de « Core Tier One » de 2 % à 4,5 %, en plus de l'intégration d'un matelas de sécurité (coussin de conservation) de 2.5% et d'un

coussin contre-cyclique supplémentaire de 0 à 2,5% à la discrétion des régulateurs nationaux.

- La meilleure gestion de la liquidité à court terme comme à long terme par l'introduction de deux ratios de liquidité. Le « Liquidity Coverage Ratio » qui oblige les banques à disposer d'un volant de liquidités de qualité suffisant pour faire face à des sorties de trésorerie pendant 30 jours et le Net Stable Funding Ratio qui les oblige à disposer de ressources stables à plus d'un an pour financer leurs activités
- Le renforcement des exigences prudentielles concernant le risque de contrepartie (collatéraux, stress tests).
- La maîtrise de l'effet de levier par l'introduction d'un nouveau ratio de capital « Leverage ratio » qui vise à limiter la croissance des bilans des banques.

Selon Agur (2010), cette réglementation affecte à la fois la capacité des banques à se financer et leur degré d'appétence au risque; deux paramètres qui conditionnent leur capacité à octroyer des crédits. A noter aussi que l'application de ces règles est coûteuse pour les banques. Afin de maintenir leurs marges, ces dernières risquent de répercuter ce coût supplémentaire sur le crédit autant en termes de hausse du taux d'intérêt qu'en termes de baisse de volumes et de durcissement des conditions d'octroi de crédits et de lignes de crédit (de backup) aux entreprises.

Quelles seront les répercussions de ce cadre réglementaire sur la relation banque / entreprise et sur le comportement des entreprises en matière de trésorerie ? Comment vont-elles s'adapter à cette nouvelle contrainte financière ? Auront-elles tendance à augmenter le niveau d'actifs liquides ? Et partant, sur le plan théorique, quel serait l'impact de ce paramètre institutionnel sur les décisions financières des entreprises ?

Pour autant, ces pistes de recherche rendues possibles par notre investigation montrent que notre thèse a apporté des réponses à la question de la décision de détention des actifs liquides qui représente l'une des problématiques les plus complexes de la finance d'entreprise. Si ces prolongements sont pertinents, il n'en demeure pas moins vrai que notre travail a contribué à donner plus de profondeur et de volume à la compréhension des mécanismes qui président à ladite détention. Quel en est donc l'apport ?

### **L'apport théorique**

1. L'apport de cette thèse réside dans l'adoption d'une démarche contributive qui a permis de revisiter les principales théories (TOT, POT et FCF) de la finance d'entreprise qui se sont taillées la part du lion dans le traitement de cette problématique. En interrogeant leur fondement théorique et en les faisant dialoguer, il a été possible de montrer en quoi consiste leur pertinence pour le traitement de notre sujet et dans quelle mesure elles peuvent fournir le cadre théorique nécessaire à la production des hypothèses de travail.
2. Cette démarche théorique a permis de constater qu'aucune théorie, à elle seule, ne peut revendiquer l'exclusivité de la réponse. Non qu'elles soient intrinsèquement incapables d'y répondre, mais simplement parce que chacune de ces théories présentée et discutée au cours de notre travail traite la problématique d'un point de vue différent.
3. La contribution de ce travail réside également dans la posture de recherche adoptée : le point de départ est la complémentarité et l'enrichissement des théories. L'analyse a pu d'ailleurs démontrer qu'elles ne sont pas forcément contradictoires. Fort d'une documentation riche (théorique et empirique) et variée (diverses disciplines : économie, finance néoclassique, finance organisationnelle, finance comportementale, ...), notre thèse a pu analyser les points forts et les limites des théories ayant eu pour objet d'analyser la question de la détention des actifs liquides, voire d'envisager une quatrième théorie (théorie de la flexibilité financière) pour apporter un enrichissement pertinent à notre approche.

### **L'apport à la gouvernance d'entreprise**

4. Le second apport réside dans la description du conflit d'intérêt central sur la question du niveau et de l'affectation des actifs liquides (entre actionnaires et dirigeants d'une part et entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires d'autre part) ainsi que le rôle des mécanismes de gouvernance dans la résolution de ce conflit.
5. Cet intérêt contribue à une meilleure connaissance de la logique théorique visant à définir un mécanisme concret grâce auquel la gouvernance d'entreprise pourrait agir sur la valeur d'un actif important de l'entreprise (les actifs liquides).
6. L'utilisation de la l'analyse factorielle en composantes principales pour construire un indice de gouvernance a permis de condenser l'information contenue dans différentes caractéristiques de gouvernance en un indice synthétique. Cet indice a permis de mesurer

l'impact modérateur de la gouvernance d'entreprise sur la relation entre la détention d'actifs liquides, l'investissement, la performance et la valeur.

### **L'apport méthodologique**

7. Le troisième apport du travail que nous avons mené est l'adoption de la méthodologie positiviste (démarche méthodologique hypothético-déductive) qui présuppose modélisation théorique et formulation d'hypothèses avant de choisir les tests pour valider les théories mobilisées.
8. L'échantillon composé de 202 entreprises a nécessité un volume de travail de collecte de données, de calcul et de synthèse assez conséquent (en particulier pour les données de gouvernance ayant exigé une collecte manuelle en raison de l'absence de base de données).
9. L'application rigoureuse et systématique des tests économétriques adaptés à la nature des questions de recherche a permis de vérifier la pertinence des hypothèses formulées à l'issue de la présentation de l'état de l'art et de rendre ainsi accessible la compréhension des tendances majeures motivant le comportement de l'entreprise quant à la question de la détention des actifs liquides. Cette approche méthodologique a donc permis de construire une représentation élargie de la problématique de la détention des actifs liquides. Les résultats auxquels aboutit la thèse gagnent en pertinence dans la mesure où ils sont tributaires de la confrontation des hypothèses avec les données empiriques, pendant une période de douze ans.

### **L'apport empirique**

10. Le quatrième apport consiste en la démonstration de l'existence d'un niveau cible d'actifs liquides que les entreprises poursuivent activement en réajustant partiellement leurs niveaux de liquidités.
11. L'intérêt de cet apport empirique réside dans sa capacité de mettre en exergue les différents avantages et inconvénients de la détention d'actifs liquides en fonction des facteurs intrinsèques (financiers et organisationnels) et contextuels qui influencent le niveau de liquidités.
12. Empiriquement, l'étude démontre qu'il existe un lien curvilinéaire entre le niveau des actifs liquides, l'investissement et la performance ; lien qui dépend du statut déficitaire ou excédentaire du niveau de liquidités par rapport au niveau optimal, de l'importance

des opportunités d'investissement, de la gravité des contraintes de financement et de l'efficacité de la gouvernance d'entreprise.

13. L'apport de l'étude consiste aussi en sa capacité d'estimer la valeur de marché des actifs liquides et de démontrer que les actionnaires ne sont pas neutres quant à la valorisation des actifs liquides ; valorisation qui varie fortement en raison du fait qu'elle peut récompenser ou sanctionner la détention de liquidités en fonction des facteurs intrinsèques et contextuels.
14. L'étude empirique a tenté d'apporter aussi un nouvel éclairage en intégrant les données macro-économiques. L'apport de notre thèse se justifie justement par l'analyse de l'impact des variables macro-économiques sur le comportement des entreprises et ce en interaction constante avec les caractéristiques d'accalmie ou de turbulence des périodes. Il s'agit là d'un paramètre décisif pour consolider l'argumentation de notre thèse: le niveau et la valeur des actifs liquides s'explique à la fois par des paramètres d'ordre spécifiques (financiers et organisationnels) et d'ordre macro-économique.

Ces apports constituent le socle argumentaire de notre thèse qui, nous l'espérons, suscitera l'intérêt pour la discussion.

---

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

---

Acharya, V., Davydenko, S. A., & Strebulaev, I. A. (2011). Cash Holdings and Credit Risk. *CEPR Discussion paper series* , 7125.

Agrawal, A., & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 31 (3), 377 – 397.

Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance* , 42, 823-837.

Agrawal, A., & Nagarajan, N. (1990). Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The case of all-equity firms. *Journal of Finance* , 45, 1325-1331.

Akerlof, G. (1970). The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* , 84, 488-500.

Ali, K., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* , 44, 238-286.

Alimov, A., & Mikkelsen, W. (2010). Capital Market Conditions and the Financial and Real Implications of Cash Holdings. *International Conference on Corporate Finance and Financial Markets* .

Allouche, J., & Amann, B. (1995). Le retour triomphant du capitalisme familial. Dans *in De Jacques Cœur à Renault : Gestionnaires et Organisations*. Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.

Allouche, J., & Amann, B. (1999). L'entreprise familiale: un état de l'art. *Finance, Contrôle, Stratégie* .

Allouche, J., Amann, B., & Garaudel, P. (2007). Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en

bourse et du degré de contrôle actionnarial. *Association Internationale de Management Stratégique (AIMS), Montréal, Québec Canada 6-9 Juin* .

Almeida, H., & M. Campello. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies* , 20, 1429-1460.

Almeida, H., Campello, M., & Weishbach, M. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* , 59, 1777-1804.

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance* , 23, pp. 589-609.

Amann, B. (2003). Les spécificités de l'entreprise familiale. *Colloque AJDA, UPP* .

Amann, B., & Allouche, J. (1998, septembre). La confiance, une explication des performances des entreprises familiales. *Économie et Société* .

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for merger. *Bell Journal of Economics* , 12, 605-617.

Amit, R., & Wernerfelt, B. (1990). Why do firms reduce business risk? *The Academy of Management Journal* , 33, 520-533.

Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2009). Capital structure decisions in family firms – empirical evidence from a bank-based economy. *Working paper No. 2009-5* .

Anderson, R. W., & Hamadi, M. (2009). Large powerful shareholders and cash holding. *Centre for Economic Policy Research* , 7291.

Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership, corporate diversification and firm leverage. *Journal of Law & Economics* , 46, 653-680.

Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* , 68, 263-285.

Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* , 55, 81-106.

Ang, J., Lin, J., & Tyler, F. (1995). Evidence on the lack of separation between business and personal risks among small businesses. *Journal of Small Business Finance* , 4, 197-210.

Apilado, V., & Millington, J. (1992). Restrictive loan covenants and risk adjustment in small business lending. *Journal of Small Business Management* , 30, 38-48.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* , 58, 277-297.

Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review* , 7, 320-338.

Bagwell, L. S. (1991). Share repurchase and takeover deterrence. *Rand Journal of Economics* , 22, 72-88.

Baker, M., Ruback, R. S., & Wurgler, J. (2004). Behavioral corporate finance: A survey. *NBER Working Papers* .

Bancel, F., & Mittoo, U. (2004). The determinants of capital structure choice: A survey of European firms. *Financial Management* , 33, 103-132.

Barclay, M., & Smith, J. C. (2005). The capital structure puzzle: The evidence revisited. *Journal of Applied Corporate Finance* , 17, 8-17.

Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management* , 689-723.

Baskin, J. (1987). Corporate liquidity in games of monopoly power. *Review of Economics and Statistics* , 69, 312-319.

Basly, S. (2007). Le conservatisme : une explication des choix financiers de la PME familiale. *Article présenté au congrès de l’AFFI* .

Bates, T. W. (2005). Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *Journal of Finance* , 60, 105-135.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance* , LXIV, 1985-2021.

Batteau, P. (2009). ACTIONNAIRES, DIRIGEANTS FINANCIERS ET MANAGERS Historique et perspectives. *Revue française de gestion* , 198-199, 319 à 342.

Baum, C., Caglayan, M., & Talavera, O. (2010). Corporate liquidity management and future investment expenditures. *University of East Anglia AEP Discussion Papers in Economics 2010\_01* .

Baumol, W. J. (1959). *Business behavior, value and growth*. McMillan.

Baumol, W. (1952). The transaction demand for cash: An inventory-theoretic approach. *Quarterly Journal of Economics* , 66, 545-556.

Beaudu, A., & Heckel, T. (2001). Le canal du crédit fonctionne-t-il en Europe. *La Doc. française / Economie & prévision* , 147, 117 - 139.

Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G. (1999). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity : The creation and agency cost of separating control from cash flow rights. *National Bureau of Economic Research* .

Becker, G. (1964). *Human capital, A theoretical and empirical analysis* (éd. 3e édition (1994)). (N. B. Research, Éd.) New York: National Bureau of Economic Research.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *The Journal of Business* , 68, 351-81.

Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* , 52, 1411-38.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: Macmillan.

Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1994). The financial accelerator and the flight to quality. *NBER Working Paper 4789* .

Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency costs, net worth and business fluctuations. *American Economic Review* , 79, 14-31.

- Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *American Economic Association* , 9, 27-48.
- Bernard, P. (2003). Au-delà de Modigliani-Miller Asymétrie d'information, gouvernance des entreprises et non neutralité de la finance . *EURISCO, Paris IX, novembre* .
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy* , 111, 1043-75.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives* , 20, 73–96.
- Bessière, V. (2007). Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse. *Finance, Contrôle, Stratégie* , 10.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics* , 10, 259-270.
- Blanchard, O., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics* , 3, 337-360.
- Block, J. (2012). R&D investments in family and founder firms: An agency perspective. *Journal of Business Venturing* , 27, 248-265.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* , 87, 115-143.
- Bond, S. (2002). Dynamic panel models: A guide to micro data methods and practice. *Institute for Fiscal Studies, Department of Economics, UCL, CEMMAP (Centre for Microdata Methods and practice)* .
- Bonnet, C. (2005). La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants: Conséquences comportementales et influence sur la performance financière. *Finance Contrôle Stratégie* , 8, 99-132.
- Booth, L., & Cleary, S. (2008). Cash flow volatility, financial slack and investment decisions. *China Finance Review* , 2, 63-87.

- Borokhovich, K., Brunarski, K., & Parrino, R. (1997). CEO contracting and antitakeover amendments. *Journal of Finance* , 52, 1495-1517.
- Bourgeois, L. (1981). On the measurement of organizational slack . *Academy of Management Review* , 6, 29-39.
- Bouton, D. (2002). *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*. AFEP - AGREF, MEDEF, Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton.
- Bradley, M., Capozza, D., & Seguin, P. (1998). “Dividend policy and cash flow uncertainty. *Journal of Real Estate Economics* , 26, pp. 555-580.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, & R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* , 77, 483-527.
- Brealey, R., & Myers, S. (2006). *Principes de gestion financière*. Pearson.
- Brennan, M., & Thakor, A. (1990). Shareholder preferences and dividend policy. *Journal of Finance* , 95, 993-1018.
- Breton, G., & Schatt, A. (2003). Manipulation comptable: les dirigeants et les autres parties prenantes. *Working Papers FARGO 1030104* .
- Brickley, J., Smith, C., & Zimmerman, J. (2008). *Managerial economics and organizational architecture* (éd. 5). New-York: McGraw Hill.
- Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. (2004). Corporate finance in Europe: confronting theory with practice. *Financial Management* , 33, 71-101.
- Brown, A. C., Chen, Y., & Shekhar, C. (2012). Institutional Ownership and Firm Cash Holdings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1657823> .
- Brown, J., & Petersen, B. C. (2011). Cash holdings and R&D smoothing. *Journal of Corporate Finance* , 17, 694-709.
- Broye, G., & Schatt, A. (2002). Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse? *Working Papers FARGO 1020801* .

- Bruinshoofd, A., & Kool, C. (2004). Dutch corporate liquidity management: new evidence on aggregation. *Journal of Applied Economics* , 7, 195-230.
- Burrough, B., & Helyar, J. (1990). *Barbarians at the gate: The fall of RJR Nabisco*. New York: Harper & Row.
- Byoun, S. (2007). Financial flexibility, leverage, and firm size. *Working Paper, Baylor University* .
- Byoun, S. (2008). How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures Toward Targets?:. *Journal of Finance* , 63, 3069-3096.
- Caby, J., & Hirigoyen, G. (2013). *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*. Economica.
- Calvi-Reveyron, M. (1999). Risque de surinvestissement, signalisation et annonce du dividende. *Finance Contrôle Stratégie* , 2, 115 - 145.
- Campbell, J., Lettau, M., Burton, G. M., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk,. *Journal of Finance* , 56, 1–43.
- Campello, M., Graham, R. J., & Harvey, R. C. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics* , 97, 470–487.
- Cardarelli, R. (2006). Trésorerie à gogo : pourquoi les entreprises épargnent- elles autant ? *Perspectives de l'économie mondiale* , 6.
- Castanias, R., & Helfat, C. (1991). Managerial resources and rents. *Journal of Management* , 1, 155-171.
- Castex, P. (2003). *Théorie générale de la monnaie et du capital: doctor Maynard and Mr Keynes. La monnaie* (Vol. 3). Editions L'Harmattan.
- Chami, R. (2001). What is different about family businesses ? *IMF Working Paper* , WP/01/70.
- Chang, X., Tan, T. J., Wong, G., & Zhang, H. (2007). Effects of financial constraints on corporate policies in Australia. *Accounting and Finance* , 47, 85-108.

Charlier, P., & Dubois, C. (2009). Gouvernance familiale et repartition de la valeur : étude des politiques de distribution aux actionnaires des entreprises familiales cotées. *30ème congrès de l'Association Française de Comptabilité* .

Charlier, P., & Lambert, G. (2009). Analyse multivariée de la performance des PME familiales : une lecture par la théorie positive de l'agence. *Management international* , 13, 67-79.

Charreaux, G. (2007). Autofinancement, information et connaissance. Dans P.-L. Dubois, & Y. Dupuy, *Connaissance et management* (pp. 63-72). Economica.

Charreaux, G. (1997). Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise. *Le gouvernement des entreprises, Corporate governance : théories et faits* , 142.

Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Working Papers FARGO* .

Charreaux, G. (2003). Le gouvernement d'entreprise. Dans *in Allouche J. (coord.)*, « *Encyclopédie des ressources humaines* ». Vuibert.

Charreaux, G. (2004). Michael Jensen: Le pionnier de la finance organisationnelle. *Working Papers FARGO 1041203* .

Charreaux, G. (1992). Mode de Contrôle des dirigeants et Performance des Firmes. *IME Université de Dijon; Cahiers de Recherche 9206* .

Charreaux, G. (1995). Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes. *Revue d'Economie Industrielle , spécial, Economie Industrielle: développements récents*, 135-172.

Charreaux, G. (2002). Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive. *Document de travail* .

Charreaux, G. (2002). Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise'. *Finance Contrôle Stratégie* , 5, 5-68.

Charreaux, G. (1997). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. Dans G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance: théories et faits* (pp. 421-469). Paris.

- Charreaux, G., & Pitol-Belin, J. (1990). *Le conseil d'administration*. Vuibert Gestion.
- Chen, N., & Mahajan, A. (2010). Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity—International Evidence. *International Research Journal of Finance and Economics* , 35 , 112-129.
- Chen, Y.-R. (2008). Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy versus Old Economy Firms. *Corporate Governance: An International Review* , 16, 430-442.
- Child, J. (1972). Organization structure, environment and performance: The role of strategic choice. *Sociology* , 6, 1–22.
- Chirinko, R., & Anuja, S. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics* , 58, 417-425.
- Chouinard, É., & D'Souza, C. (2004). Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger. *Revue de la Banque du Canada* , 27-35.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* , 57, 2741-71.
- Cleary, S. (1999). The relationship between Firm investment and financial status. *The Journal of Finance* , LIV (2).
- Clerc, D. (1995). L'épargne est-elle un vice ou une vertu ? *Alternatives économiques* , 123.
- Cobbaut, R. (1997). *Théorie financière* (éd. 4ème édition). Paris : Economica.
- Coriat, B., & Weinstein, O. (1995). *Les nouvelles théories de l'entreprise*. Paris: Livre de poche.
- Cossin, D., & Hricko, T. (2004). The benefits of holding cash: A Real Options approach. *Managerial Finance* , 30, 29-43.
- Couderc, N. (2006). La détention d'actifs liquides par les entreprises: Quelles explications ? *Revue économique* , 57, 485-496.
- Cremers, K., & Nair, V. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance* , 60, 2859-2894.

- Cyert, R., & March, J. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. New-Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- Dalton, D. R., & Daily, C. M. (1992). Financial performance of founder-managed versus professionally managed corporations . *Journal of Small Business Economics* , 25-34.
- Damodaran, A. (2006). *Finance d'entreprise*. Bruxelles: De Boek.
- Dann, L. Y., & DeAngelo, H. (1988). Corporate financial policy and corporate control: A study of defensive adjustments in asset and ownership structure. *Journal of Financial Economics* , 20, 87–128.
- David, A. (1999). Logique, épistémologie et méthodologie en sciences de gestion. *Cahier de recherche, DMSP, Université Paris-Dauphine* , juillet.
- Davis, J., Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review* , 22, 20-47.
- Davydenko, S. A. (2011). What triggers default? A Study of the default boundary. *Working paper, University of Toronto* .
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility. *Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06* .
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2000). Controlling shareholders and the disciplinary role of corporate payout policy. *Journal of Financial Economics* , 56, 153-207.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics* , 14, 33-69.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. *European Financial Management* , 13, 11-27.
- DeBondt, W., & Thaler, R. (1995). Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective. *Handbooks in OR & MS* , 9, 385–410.
- DeGeorge, F., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds . *Journal of Business* , 72, 1-32.

Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business* , 72, 1-33.

Degryse, H., & De Jong, A. (2006). Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion? *International Journal of Organization* , 24, 125-147.

Deloof, M. (2001). Belgian intragroup relations and the determinants of corporate liquid reserves. *European Financial Management* , 7, 375-392.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* , 26, 375-390.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* , 93, 1155–1177.

Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies* , 23, 247-69.

Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2009). CEO overconfidence and dividend policy. *Federal Reserve Bank of Chicago* , WP-09-06.

Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring . *Review of Economic Studies* , 51, 393–414.

Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy* , 97, 828-62.

DiMaggio, P., & Powell, W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review* , 48, 147 – 160.

Disatnik, D., Duchin, R., & Schmid, B. (2011). Cash Flow Hedging and Liquidity Choices.

Dittmar, A. K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business* , 73, 331-55.

Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *J. Financ. Econ.* , 83, 599–634.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *J. Financ. Quant. Anal.* , 28, 111–133.

Dobetz, W., & Grüninger, M. (2006). Corporate cash holdings: Evidence from a different institutional setting. *Working paper- University of Basel* .

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*. Irwin.

Donaldson, G. (1990). The ethereal hand: organizational economics and management theory. *Academy of Management Review* , 15, 369-81.

Donaldson, G., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management* , 49-64.

Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial markets Portfolio* , 21, 293–324.

Duchin, R. (2010). Cash Holdings and Corporate Diversification. *The Journal of Finance* , 65, 955-992.

Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, a. B. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics* , 97, 418-435.

Duffie, D., & Singleton, K. (2003). *Credit Risk: Pricing, Measurement, and Management*. Princeton: Princeton University Press.

Dunn, B. (1995). Success themes in Scottish family businesses: Philosophies and practices through the generations. *Family Business Review* , 17-28.

Dutta, A. (1999). Managerial ownership, dividend and debt policy in the US bank industry . *Managerial Finance* , 25.

Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* , 74, 650-659.

Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review* , 74 (4), 650-659.

Edlen, A., & Stiglitz, J. (1995). Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiency. *American Economic Review* , 8, 1301-1312.

El Mir, A., & Seboui, S. (2007). La gestion des résultats entre l'opportunisme managérial et la pression des résultats. *La Revue des Sciences de Gestion* , 224-225, 93-102.

Elkinawy, S., & Stater, M. (2007). Cash Holdings and Firm Value during Latin American Financial Crises. *Mimeo. Loyola Marymount University and University of Georgia* .

Erickson, T., & Whited, T. (2000). Measurement error and the relationship between investment and Q. *Journal of political economy* , 108, 1027-1057.

Estrella, A., & Hardouvelis, G. (1991). The term structure as a predictor of real economic. *Journal of Finance* , 46, 555-576.

Estrella, A., & Mishkin, F. (1997). The predictive power of term structure of interest rates in Europe and United States: Implication for the European Central Bank. *European Economic Review* , 41, 1375-1401.

Faccio, M., & Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* , 65, 365-395.

Faccio, M., & Lasfer, M. A. ( 2000). Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? *Journal of Corporate Finance* , 6, 71-110.

Faleye, O. (2004). Cash and Corporate Control. *The Journal of Finance* , 59, 2041–2060.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy* , 88, 288-307.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* , 25, 383-417.

Fama, E. F. (1990). Term-structure forecasts of interest rates, inflation and real returns. *Journal of Monetary Economics* , 25, 59-76.

Fama, E. F., & French, K. (2005). Financing decisions: Who issues stock? *Journal of Financial Economics* , 76, 549-582.

- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance* , 53, 819–843.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1999). The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment. *Journal of Finance* , 54, 1939-1967.
- Fama, E. F., & French, K. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies* , 15, 1-37.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* , 26, 301-325.
- Farney, D. (1979). Republicans have what Carter wants : The power of votes. *Wall Street Journal* .
- Faulkender, M., & Wang, R. (2004). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal Of Finance* , 61, 1957-90.
- Fazzari, S., & Petersen, B. (1993). Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constrains. *Journal of Economics* , 328-42.
- Fazzari, S., Hubbard, G., & Peterson, C. (1988). Finance constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity* , 141-195.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management* , 295-319.
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial management* , 10.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *Journal of Finance* , 41, 19-37.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data. *European Financial Management* , , 15, 497-528.
- Foley, C., Hartzell, J., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics* , 86.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably important? *Financial Management* , spring, 1 - 37.

Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* , 67, 217-248.

Franzoni, F. (2009). Underinvestment vs. overinvestment: evidence from price reaction to pension contributions. *Journal of Financial Economics* , 92, 491-518.

Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behaviors: The real effects of corporate cash holdings. *Journal of Finance* , 64, 1097-1122.

Froot, K. A., Scharfstei, D. S., & Stein, J. C. (1994). a framework for risk management. *Jarvard Business Review* , Novembre-Decembre, 22-32.

Froot, K., Scharfstein, D., & Stein, J. (1993). Risk management: Coordinating corporate investments and financing policie. *Journal of Finance* , 5, 1629-1658.

Froot, K., Scharfstein, D., & Stein, J. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies . *Journal of Finance* , 48, 1629–1658.

Gallo, M., & Vilaseca, A. (1996). Finance in Family Business. *Family Business Review* , 9, 287-305.

Garvey, G., & Hanka, G. (1999). Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *Journal of Finance* , , 54, 519-546.

Garvey, G., & Swan, P. (1994). The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm. *Journal of Corporate Finance* , 1, 139-174.

Gaud, P., & Jani., E. (2002). Determinants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une etude empirique. *Cahiers de recherche - HEC Geneve* , 12, pp. 1-32.

Geczy, C., Minton, B. A., & C. Schrand, C. (1997). why firms use currency derivatives. *Journal of Finance* , 52, 1323-1354.

Geiger, S., & Cashen, L. (2002). A Multidimensional Examination of Slack and Its Impact on Innovation. *Journal of Managerial Issues* , 14, 68-54.

- Gertler, M. L., & Gilchrist, S. (1993). The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: arguments and evidence. *Scandinavian Journal of Economics* , 95, 43-64.
- Gilchrist, S., & Himmelberg, C. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of Monetary Economics* , 36, 541-572.
- Gilson, S. C. (1989). Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Economics* , 25, 241-262.
- Giroud, X., & Holger, M. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics* , 95, 312-331.
- Godard, L., & Schatt, A. (2000). Faut-il séparer les fonctions de décision et de contrôle ? *papier de recherche présenté aux Journées internationales de l'AFFI, ESC Paris* .
- Goergen, M., Renneboog, L., & Zhang, C. (2008). Do UK institutional investors monitor their investee firms? *Journal of Corporate Law Studies* , 8, 39-56.
- Goldstein, R. N., & Leland, H. (2001). An EBIT-based Model of Dynamic Capital Structure. *Journal of Business* , 74, 483-512.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal* , 44, 81-95.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). *Corporate Governance And Equity Prices* (Vol. 118). The Quarterly Journal of Economics.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. é. (2012). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research* , forthcoming .
- Goux, J. F. (1989). Keynes et la «finance» d'entreprise. *Revue française d'économie* , 4, 169-203.
- Goux, J. F. (1990). Les fondements de l'économie de découvert. A propos de la théorie de la liquidité de Hicks . *Revue économique* , 41, 669-686.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* , 60, 187-243.

Greenbaum, S., & Thakor, A. (2007). *Contemporary Financial Intermediation*. London: The Dryden Press.

Greene, W. H. (2011). *Econométrie* (éd. 7ème édition ). Paris : Pearson Education .

Greenwald, B. C., Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1984). Informational Imperfections in the Capital Market and Macro-Economic Fluctuations. *The American Economic Review* , 74, 194-199.

Grondin, M. (2001). *La sensibilité financière de la dépense des entreprises* . (T. p. Economiques, Éd.) Université Lumière Lyon 2.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation,. *Bell Journal of Economics* , 11, 42-54.

Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance* , 59, 651-680.

Gruninger, M. C., & Hirschvogl, S. (2010 ). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance* , 34, 2168-2184.

Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2003). Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings. *Working paper, SSRN Electronic Library* .

Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management* , 17, 45-60.

Habbershon, T., & Williams, M. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review* , 1–22.

Hackbarth, D., Miao, J., & Morellec, E. (2006). Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics* , 82, 519–550.

Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Financ* , 13, 43-57.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance* , 1969-1997.

- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings. *Journal of Financial Economics* , 87, 535-55.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A Theory of Board Control and Size. *The Review of Financial Studies* , 21, 1797-1832.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* , 46, 297-352.
- Hart, O. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. *Bell Journal of Economics* , 14, 366–382.
- Hasbrouck, J. (1985). The characteristics of takeover targets and other measures. *Journal of Banking & Finance* , 9, 351-362 .
- Haushalter, D., Klasa, S., & Maxwell, W. (2007). The influence of product market dynamics on a firm's cash holding and hedging behavior. *Journal of Financial Economics* , 84, 797-825.
- Haw, I.-M., Ho, S. S., Hu, B., & Zhang, X. (2011). The contribution of stock repurchases to the value of the firm and cash holdings around the world. *Journal of Corporate Finance* , 17, 152–166.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management* , 31, 33-45.
- Hicks, J. (1979). *Causality in Economics*. Oxford: Basil Blackwell.
- Hicks, J. (1988). *La crise de l'économie Keynésienne* . Fayard.
- Hirigoyen, G. (2008). Biais comportementaux dans l'entreprise familiale : antécédents et impacts. *Economies et Sociétés* , Série "Economie de l'entreprise".
- Hirigoyen, G. (1992). Brève histoire de la pensée financière scientifique. *Collection Histoire, Gestion, Organisations*, « *Histoire, Gestion et Management* » , 1.
- Hirigoyen, G. (2002). Droit et finance : de l'ignorance à la gouvernance . *La Revue du Financier* , 133, 7- 25.

- Hirigoyen, G. (22 mars 2006 ). *Entreprises patrimoniales: nouvelle stratégie après la réforme de l'ISF*. (ASMEP, Éd.)
- Hope, O.-K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research* , 46, 591-626.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics* , 106, 33-60.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The Debt-equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 36, 1-24.
- Irvine, P., & Pontiff, J. (2009). diosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *I*, 1149–1177.
- Jacoud, G. (2000). L'optimisation de l'encaisse de transactions : le cas du recours aux découverts. *XVIIèmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire* .
- Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts. *Working Paper* .
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* , 76, 323-329.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives* , 2, 21-48.
- Jensen, M. (1994). Self-interest, altruism, incentives, and agency. *Journal of Applied Corporate Finance* , 7.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* , 48, 831-880.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1994). The Nature of Man. *The Journal of Applied Corporate Finance* , 4-19.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* , 2.

- Jensen, M., & Ruback, R. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* , 11, 5-50.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance* , 40, 1053-70.
- John, T. (1993). Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress . *Financial Management* , 22, 91-100.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling . *American Economic Association* , 90, 22-27.
- Kalay, A. (1980). Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 15, 855-869.
- Kalcheva, & Lins, K. V. (2007). International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *Review of Financial Studies* , 20 (4), pp. 1087-1112.
- Kale, J. R., & Noe, T. H. (1990). Risk Debt Maturity Choice in a Sequential Game Equilibrium. *Journal of Financial Research* , 13, 155-165.
- Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? . *Quarterly Journal of Economics* , 112, 169-215.
- Keynes, J. M. (1937). Alternative theories of the rate of interest. *Economic journal* , 314-322.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. London: Macmillan (reprinted 2007).
- Keynes, J. M. (1921). *The treatise on probability*. New York: macmillan.
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 33, pp. 335-359.
- Kim, J., & Mahoney, J. (2005). Property rights theory, transaction costs theory and agency theory: an organisational economics approach to strategic management. *Managerial and Decision Economics* , 26.

- Kim, T. (2011). The Impact of Corporate Cash Holdings and Dynamic Financial Constraints on Investment-Cash Flow Sensitivity. *Working Paper Series* .
- Klasa, S., Maxwell, W. F., & Ortiz-Molina, H. (2009). The Strategic Use of Corporate Cash Holdings in Collective Bargaining with Labor Unions. *Journal of Financial Economics* , 92, 421-442.
- Korajczyk, R., & Levy, A. (2003). Capital Structure Choice: Macroeconomics Conditions and Financial Constraints. *Journal of Financial Economics* , 68, 75-109.
- Krasker, W. (1986 ). Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information. *The Journal of Finance* , *XLI*.
- Kuan, s.-H., Li, C.-S., & Chu, S.-H. (2011). Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. *Journal of Business Research* , 64, 757-764.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value ? . *International Review of Economics & Finance* , 24, 2011.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* , 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* , 55, 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* , 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* , 52, 1131-1150.
- Lai, V. S., Sadjahin, W., & Issouf, S. (2010). Firm Cash Holdings, Idiosyncratic Risk, and Analyst Coverage. *working paper* .
- Lambrecht, B. M., & Pawlina, G. (2009). Capital structure, liquidity and transferable human capital in competitive equilibrium . *working paper, Lancaster University* .
- Lamont, O., Polk, C., & Saà-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns . *The Review of Financial Studies* , 14 (2), 529-554.

- Landier, A., & Thesmar, D. (2009). Financial Contracting in Projects with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence . *Review of Financial Studies* , 22, 117-150.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, Investment and Firm Growth. *Journal of Financial Economics* , 40, 3-29.
- LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* , 106, 1113-1155.
- Larcker, D., Richardson, S., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance. *The Accounting Review* , 82, 963-1008.
- Lau, J., & Block, J. (2012). Corporate Cash Holdings and their Implications on Firm Value in Family and Founder Firms. *Corporate Ownership and Control* , Forthcoming.
- Le Moigne, J.-L. (1990). *La modélisation des systèmes complexes*. Paris: Dunod.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics* , 95, 332-355.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. 95, 332-355.
- Lee, S.-Y., & Sheu, H.-J. (2011). Excess cash holdings and investment: The moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *European Financial Management Association 2011 Annual Meeting, Braga* , Portugal.
- Lee, Y., & Song, K. (2007). Why have East Asian Firms Increased Cash Holdings so much after the Asian Financial Crisis? *Paper presented at the 20 th Australian Finance & Banking Conference* .
- Leibenstein, H. (1969). Organizational or frictional equilibria, x-efficiency, and the rate of innovation. *Quarterly Journal of Economics* , 83, 600–623.
- Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* , 32, 371-387.
- Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance and the corporate payout choice. *ournal of Business* , 78, 1–23 .

- Linn, S., & McConnell, J. (1983). An empirical examination of antitakeover amendments on common stock prices. *Journal of Financial Economics* , 11, 361-399.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tufano, P. (2010). What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit. *Journal of Financial Economics* , 98, 160–176.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review* , 62, 97-113.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* , 97-113.
- Liu, W., & Chang, Y. (2009). The Determinants and Marginal Value of Corporate Cash Holdings: Financial Constraints versus Corporate Governance . *Working paper-National Chengchi University* .
- Liu, Y. (2011). Founding family ownership and cash holdings . *Journal of Financial Research* , 34, 279-294.
- Liu, Y., & Mauer, D. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics* , 102, 183-198.
- Lubatkin, M., Schulze, B., Ling, Y., & Dino, R. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *J Organ Behav* , 26, 313–30.
- Mackay, P., & Phillips, G. (2005). How does industry affect firm financial structure? *Review of Financial Studies* , 18, 1433-1466.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance* , 60, 2661-2700.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2007). Corporate Financial Policies With Overconfident Managers. *Corporate Financial Policies With Overconfident Managers* , NBER Working Papers 13570.
- Maloney, M., McCormick, R., & Mitchell, M. (1993). Managerial decision making and capital structure. *The Journal of Business* , 66.

Maloney, M., McCormick, R., & Mitchell, M. (1993). Managerial decision making and capital structure. *Journal of Business* , 66, 189-217.

Manne, G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* , 73.

Mansfield, E. (1963). Size of firm, market structure, and innovation. *Journal of Political Economy* , 41, 556-576.

Mao, C. (2003). Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 38.

Marchica, M., & Mura, R. (2008). Financial flexibility, investment ability and firm value: a cash holding policy perspective. *Working paper* .

Mard, Y., & Schatt, A. (2011). Lissage des résultats : les conclusions sont-elles sensibles aux options méthodologiques ? *Management et Avenir* , 41, 154-166.

Marris, R. (1964). *The economic theory of " managerial capitalism"*. Londres: MacMillan.

Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holdings and firm value . *Applied Economics* , 45.

McConnel, J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics* , 39, 131-157.

McConnell, J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics* , 27, 595-612.

McDonald, R., & Seigel, D. (1986). The value of waiting to invest. *Quarterly Journal of Economics* , 101, 707-728.

Miguel, F. A., Custodio, C., & Raposo, C. C. (2005). Cash Holdings and Business Conditions. *Working Paper, SSRN* .

Mikkelsen, W. H. (s.d.). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?, 2003. s, 38, 275–94. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* .

- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Value of the Firm. *Journal of Business* , 34, 411-433.
- Miller, M., & Orr, D. (1966). A model for the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics* , 413- 435.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance* , 40, 1031-1051.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics* , 54, 423-460.
- Mishkin, F. S. (1992). *The Economics of Money, Banking and Financial Market* (éd. third edition). Columbia University: HarperCollins.
- Mishra, C., & McConaughy, D. (1999). Founding Family Control and Capital Structure. *Entrepreneurship Theory and Practice* , 23.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* , 48, 261-297.
- Molay, E. (2005). La structure financière du capital:tests empiriques sur le marché français. *Revue Finance Contrôle Stratégie* , 8, 153-175.
- Monaco, C., & Finet, A. (2011). L'activisme des investisseurs institutionnels sur la gouvernance et le mode de gestion des entreprises. *Centre de Recherche Warocqué, Working paper : 2011/8* .
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* , 20, 293-315.
- Morellec, E. (2001). Asset Liquidity, Capital Structure and Secured Debt. *Journal of Financial Economics* , 61, 173-206.
- Morellec, E., & Nikolov, B. (2009). Cash Holdings and Competition. *Lausanne working paper* .

- Morgado, A., & Pindado, J. (2003). The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data. *European Financial Management* , 9, 163-177.
- Morris, J. (1983). The role of cash balances in firm valuation,. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 18, 533-545.
- Moussu, C., & Thibierge, C. (1997). Politique financière, opportunités d'investissement et actifs incorporels en Europe: théorie et étude empirique. *BANQUE ET MARCHÉS* , 6-21.
- Mulligan, C. B. (1997). Scale economies, the value of time, and the demand for money: longitudinal evidence from firms. *Journal of Political Economy* , 105, 1061-1079.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration : An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* , 7, 11-42.
- Myers, S. C. (1993). Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance* , 6, 4-14.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* , 5, 147-175.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* , 39.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* , 13, 187-221.
- Myers, S., & Rajan, R. (1998). The Paradox of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics* , 113, 733-771.
- Nance, D. R., Smith, C. W., & Smithson, C. W. (1993). On the Determinants of Corporate Hedging. *Journal of Finance* , , 48, 267-84.
- Naoui, K., Elgaied, M., & Bayoudh, F. (2008). Financement Interne et Investissement : Asymétrie d'Information vs Discrétion Managériale. *Working paper* .
- Narayanan, M. (1985). Managerial Incentives for Short-term Results. *Journal of Finance* , XL, 1469-1484.

- Natke, P. A. (2001). The firm demand for liquid assets in an inflationary environment. *Applied Economics* , 33, 427-436.
- Neubauer, F., & Lank, A. (1998). *The Family Business. Its Governance for Sustainability*. London: McMillan Business.
- Nickell, S. J. (1981). Biases in Dynamic Models with Fixed Effects. *Econometrica* , 49, 1417-26.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is Slack Good or Bad for Innovation. *Academy of Management Journal* , 39, 1245-1264.
- O'Brien, J. P. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal* , 24, 415-431.
- O'Donnel, R. (1989). *Keynes : Philosophy, Economics and Politics*. London: Macmillan.
- Opler, T., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance* , 49, 1015-1040.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* , 52, pp.3-46,.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance* , 28, 2013-2134.
- Paquerot, M. (1997). Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle. Dans *Le gouvernement des entreprises* (pp. 105-138). Paris: Économica.
- Paquerot, M., & Chapuis, J. (2003). Politique d'endettement et réseau d'appartenance des dirigeants. *Cahier de recherche du FARGO* .
- Paranque, B. (2004). *Stratégie financière des PME* (Vol. avril ). Paris1 Panthéon - Sorbonne - UFR - NAGE 2003-2004.
- Paskelian, O. G., Bell, S., & Nguyen, C. V. (2010). Corporate Governance and Cash Holdings: A Comparative Analysis of Chinese and Indian Firms. 4, 59-73.

- Pettit, J. (2007). *Strategic corporate finance* . New Jersey: John Wiley .
- Pfeffer, J. (1981). *Power in organizations* . Cambridge : Harper & Row .
- Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors. *Administrative Science Quarterly* , 17, 218-228.
- Phillips, G. (1995). Increased debt and industry product markets, an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* , 37, 189-238.
- Pigé, B. (1998). Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires. *Finance, Contrôle, Stratégie* , 1.
- Piluso, N. (2007). Le rôle de l'incertitude dans la théorie du chômage de Keynes. *Cahiers d'économie Politique* , 105-114.
- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2009). The effect of family control on the corporate dividend policy: An empirical analysis of the Euro zone. *Working paper* .
- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2011). Family control and the investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. *Journal of Corporate Finance* , 17, 1389-1409.
- Pinegar, M., & Wilbricht, L. (1989). What Managers Think of Capital Structure: A Survey. *Financial Management* , 18, 82-91.
- Pinkowitz, L. (2002). The market for corporate control and corporate cash holdings. *Working paper Georgetown University* .
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2005). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. *Working paper* .
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm Value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance* , 61, 2725-2751.
- Poincelot, É. (1999). Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégagant du free cash-flo. *Finance Contrôle Stratégie* , 2, 75 – 89.

- Poincelot, E. (2000). La fonction R&D et la latitude managériale : une analyse théorique. *Finance, Contrôle, Stratégie* , 3, 5-28.
- Postel, N. (2008). Incertitude, rationalité et institutions. Lecture croisée de Keynes et de Simon. *Revue Economique* .
- Punter, A. (1982). Optimal Cash Management Under Conditions Of Uncertainty. 3.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance* , 50, 1421-60.
- Rapport Bouton . (2002). Pour un meilleur Gouvernement des entreprises cotées. *Association Française des Entreprises Privées* .
- Ravid, S., & Sudit, E. (1994). Power Seeking Managers, Profitable Dividends and Financing Decisions. *Journal of Economic Behavior and Organization* , 25.
- Reed, M. I. (2001). Organization, Trust and Control: A Realist Analysis. *Organization Studies* , 22, 201–28.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow and corporate governance. *Review of Accounting Studies* , 11, 159-189.
- Riddick, L. A., & Whited, T. M. (2009). The Corporate Propensity to Save. *Journal of Finance* , 64, 1729-1766.
- Roodman, D. (2007). A Short Note on the Theme of Too Many Instruments. *Center for Global Development Working Paper* , 125.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal* , 9, 86-136.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review* , 63, 134-39.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive - Signalling Approach. *Bell Journal of Economics* , 23-40.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research* , 5, 249-259.

Ryan, V. (2010). a licence to hold cash. *CFO magazine* , feb. 17.

Savall, H., & Zardet, V. (2004). *Recherche en gestion et approche qualimétrique : observer l'objet complexe*. Edition Economica.

Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review* , 80, 465-479.

Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., & Achleitner, A.-K. (2010). Controlling shareholders and payout policy: do founding families have a special 'taste for dividends'? *Working paper (CEFS), Technische Universität München* .

Schroth, E., & Szalay, D. (2010). Cash Breeds Success: The Role of Financing Constraints in Patent Races. *Review of Finance* , 14, 73-118.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. M. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing* , 18, 473-490.

Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., & Buchholtz, A. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science* , 12, 99- 116.

Sédillot, F. (2001). La pente des taux contient-elle de l'information sur l'activité économique future ? *Economie & prévision* , 147.

Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance* , 6, 128 - 142.

Sevestre, P. (2002). *Econométrie des données de panel*. Dunod.

Shefrin, H. (2007). *Behavioral corporate finance*. McGraw-Hill.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance . *Journal of Finance* , 52, 737-783.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* , 94, 461–488.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *Journal of Finance* , 47, 1343-1366.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* , 25.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* , 51, 219-244.

Sibilkov, V. (2009). Asset Liquidity and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 44, 1173-1196.

Simon, H. A. (1947). *Administrative Behavior: A Study of Decision-making Processes in Administrative Organizations*. New York: The Free Press.

Simonnet, V. (2003). Le capital humain . Dans J. Allouche, *Encyclopédie des Ressources Humaines* (pp. 133-144). Vuibert.

Slovik, P., & Cournède, B. (2011). Macroeconomic Impact of Basel III. *OECD Economics Department Working Papers* , 844.

Stapledon, G. (1996). Disincentives to Activism by Institutional Investors in Listed Australian Companies. *Sydney Law Review* , 18, 152-192.

Steijvers, T., Voordeckers, W., & Vanhoof, K. (2008). Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics* .

Stein, J. (2003). Agency, information and corporate investment. Dans G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science B.V.

Stiglitz, & Weiss. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* , 71, 393-410 .

Stiglitz, J. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. *American Economic Review* , 64, 851-866.

Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review* , 71, 393-410.

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* , 26, 3-27.

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* , 26, 3-27.

Stulz, R. (1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Managerial Control. *Journal of Financial Economics* , 20, 25–54.

Susskind, A. (2005). *La finance comportementale*. Cahiers Financiers, Larcier .

Tagiuri, R., & Davis, J. A. (1992). On the Goals of Successful Family Companies. *Family Business Review* , 5, 43–62.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* , 43, 1-19.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money Credit and Banking* , 1, 15-29.

Tong, H., & Wei, h.-J. (2008). Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock? *IMF Working Paper Series* , WP/08/186.

Tong, Z. (2010). CEO Risk Incentives and Corporate Cash Holdings. *Journal of Business Finance & Accounting* , 37, 1248-1280.

Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance* , 17, 741-758.

Valta, P. (2012). Competition and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics* , 105, 661-682.

Vasiliou, D., & Daskalakis, N. (2009). Behavioral capital structure: is the neoclassical paradigm threatened? Evidence from the field. *Journal of Behavioral Finance* , 10, 19-32.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* , 80, 385–417.

- Vogt, S. (1994). The cash flow/investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms. *Financial Management* , 23, 3-20.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* , 44, 619-656.
- Ward, J. (1997). Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review* , 10, 323-337.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* , 20, 431-460.
- Whited, T., & Wu, G. (2006). Financial Constraints Risk. *Review of Financial Studies* , 531-559.
- Williamson, O. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance* , 43, 567-591.
- Williamson, O. (1963). Managerial Discretion and Business Behavior. *The American Economic Review* , 53, 1032-1057.
- Williamson, O. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press, a division of Macmillan, Inc.
- Williamson, O. (1964). *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*. NJ: Prentice-Hall.
- Williamson, O. (1996). Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection. *Journal of Economic Behavior and Organization* , 149–155.
- Williamson, S. (1986). Costly monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium credit rationing. *Journal of Monetary Economics* , 18, 159-179.
- Williamson, S. (1987). Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium credit rationing. *The quarterly Journal of Economic* , 102, 135-145.
- Wirtz, P. (2002). *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*. Paris : Economic.
- Zellweger, T. M. (2006). Risk, Return and Value in the Family Firm. *Thèse de Doctorat* .

Zellweger, T., & Fueglistaller, U. (2005). Les entreprises familiales face au risque financier et aux investissements. *Family Business Center* .

Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review* , 1197-1215.

---

# TABLE DES MATIERES

---

<b>REMERCIEMENTS .....</b>	<b>4</b>
<b>SOMMAIRE.....</b>	<b>5</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>6</b>
<b>PARTIE I : LES MOTIVATIONS ET LES CONSEQUENCES DE LA DECISION DE DETENTION</b>	
<b>D'ACTIFS LIQUIDES : APPROCHE THEORIQUE .....</b>	<b>24</b>
<b>CHAPITRE 1 : APPORTS DE LA FINANCE ORGANISATIONNELLE A LA COMPREHENSION DE LA</b>	
<b>DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES .....</b>	
	<b>25</b>
<i>Section I : Le dépassement des hypothèses de la théorie financière néoclassique .....</i>	
	<b>26</b>
1. L'apport fondateur de J.M. Keynes : les motifs de la préférence pour la liquidité.....	26
1.1. Eléments de l'analyse Keynésienne de la monnaie, de l'épargne et de l'investissement.....	27
1.2. Les notions d'incertitude et de rationalité des agents chez Keynes.....	30
1.3. Les motifs psychologiques et commerciaux de la préférence pour la liquidité.....	31
2. La théorie de l'arbitrage : le calcul du niveau optimal d'actifs liquides.....	36
2.1. Les modèles de gestion des disponibilités : la gestion de la trésorerie en termes de stocks.....	36
2.2. La détermination du niveau cible d'actifs liquides.....	41
<i>Section II : La détention d'actifs liquides : Une décision rationnelle et créatrice de valeur .....</i>	
	<b>44</b>
1. Explications de la détention d'actifs liquides par l'asymétrie informationnelle : la théorie du	
financement hiérarchique .....	44
1.1. L'asymétrie informationnelle et les conflits d'intérêt entre les actionnaires en place et les	
actionnaires potentiels.....	45
1.2. <i>Les coûts d'agence de l'endettement et les conflits d'intérêts entre les actionnaires en place et les</i>	
<i>créanciers .....</i>	<b>47</b>
2. La détention d'actifs liquides : une stratégie de couverture des risques .....	52
2.1. La détention d'actifs liquides face aux risques de contraintes de financement .....	52
2.1.1. Les actifs liquides comme dette négative .....	52
2.1.2. La répercussion des contraintes de financement sur l'investissement .....	53
2.2. Les actifs liquides : un instrument de couverture du risque idiosyncrasique .....	54
2.2.1. La volatilité du cash-flow.....	55
2.2.2. La relation d'interaction entre la liquidité et le risque de défaut .....	57
2.3. La dépendance de la gestion des actifs liquides des fluctuations du contexte macro-économique	59
2.3.1. L'impact des fluctuations macro-économiques sur le financement des entreprises .....	60
2.3.2. Les actifs liquides comme amortisseur des chocs macroéconomiques.....	62
3. La détention d'actifs liquides et le « besoin de préserver la flexibilité ».....	64
3.1. La détention d'actifs liquides expliquée par la théorie des options réelles.....	66
3.2. L'impact de la détention d'actifs liquides sur la capacité d'endettement des entreprises.....	71
3.2.1. La disponibilité d'actifs liquides comme un préalable à l'octroi de crédits .....	71
3.2.2. L'engagement financier de l'emprunteur comme signal crédible envoyé aux créanciers.....	72

3.2.3. Le paradoxe de la liquidité.....	74
<i>Section III- La détention d'actifs liquides : Une décision irrationnelle, opportuniste et destructrice de valeur.....</i>	<i>76</i>
1. L'impact des limites cognitives des individus sur la décision de détention d'actifs liquides.....	76
2. L'asymétrie informationnelle : une affaire de manipulation .....	77
2.1. Manipuler de l'information pour maximiser la richesse des actionnaires .....	78
2.2. Manipuler l'information pour réduire le coût de l'endettement .....	80
2.3. Manipuler l'information pour maximiser leur bien-être.....	80
3. La prise en compte des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.....	81
<b>CHAPITRE 2 : LA THEORIE DU FREE CASH-FLOW : LA FACE SOMBRE DES ACTIFS LIQUIDES.....</b>	<b>85</b>
<i>Section I- Le risque de surinvestissement lié à l'accumulation du free cash-flow.....</i>	<i>86</i>
1. Mesure et utilisations possibles du free cash-flow .....	86
2. Les motifs de la préférence des dirigeants pour le surinvestissement et la détention excessive d'actifs liquides.....	88
2.1. La préférence pour la construction d'empires : « Empire building » .....	88
2.2. La préférence pour la diversification excessive.....	90
2.3. L'enracinement et la recherche du pouvoir par les dirigeants .....	91
3. Biais comportementaux et détention d'actifs liquides.....	93
3.1. L'hypothèse d'Hubris (ou le péché d'orgueil) .....	93
3.2. Le degré d'aversion au risque et l'accumulation du free cash-flow .....	96
3.3. La préférence pour « la vie tranquille » .....	97
<i>Section II – Le contrôle du niveau et de l'affectation du cash-flow par les actionnaires.....</i>	<i>99</i>
1. La politique financière comme mécanisme indirect de contrôle du comportement managérial .....	99
1.1. Free cash-flow et politique de distribution.....	99
1.1.1. La distribution de dividendes et la réduction du risque de surinvestissement.....	99
1.1.2. La politique de rachats d'actions .....	101
1.2. La politique de financement : une contrainte des choix des dirigeants .....	102
1.2.1. Le rôle informationnel de l'endettement.....	103
1.2.2. La dette comme remède au problème de surinvestissement.....	104
2. Impact de la gouvernance d'entreprise sur la décision de détention d'actifs liquides.....	105
2.1. Les droits des actionnaires .....	106
2.2. Le rôle disciplinaire du marché financier .....	108
3. La structure de l'actionnariat.....	113
3.1. Impact de l'actionnariat des dirigeants sur le niveau de détention d'actifs liquides.....	114
3.2. La concentration de l'actionnariat.....	117
3.2.1. Actionnariat de contrôle et résolution des conflits d'agence.....	118
3.2.2. Actionnariat de contrôle et création des conflits d'agence : la théorie du tunneling.....	118
3.3. L'identité de l'actionnaire de contrôle.....	119
3.3.1. L'impact de l'actionnariat familial sur le niveau de détention d'actifs liquides.....	120
3.3.1.1. Particularités de la gouvernance des entreprises familiales et impacts sur leur performance.....	120
3.3.1.2. Explications de la détention d'actifs liquides par les entreprises familiales .....	123
3.3.2. L'actionnariat financier ou institutionnel.....	132

4. Le contrôle du conseil d'administration .....	134
<i>Section III- Critiques de la théorie du free cash-flow</i> .....	<i>137</i>
1. Critique du rôle passif des dirigeants dans la théorie du free cash-flow .....	137
2. Critiques liées à la conception du comportement humain de la théorie du free cash-flow .....	139
2.1. Dépassement de l'opportunisme : la prise en compte des comportements coopératifs .....	140
2.2. Irréalisme de la théorie du free cash-flow : la dimension positive de la latitude managériale .....	141
2.3. La latitude managériale au cœur de la création de valeur.....	143
3. Critiques liées à l'absence de la dimension stratégique de la décision de détention d'actifs liquides..	144
3.1. Les actifs liquides encouragent les comportements entrepreneuriaux et innovants .....	144
3.2. Les actifs liquides offrent un avantage concurrentiel aux entreprises .....	146
<b>PARTIE II : LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES : UNE ETUDE SUR DONNEES DE PANEL FRANÇAISES</b> .....	<b>151</b>
<b>CHAPITRE 3 : LES FACTEURS EXPLICATIFS DE LA DECISION DE DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES</b> .....	<b>152</b>
<i>Section I – Méthodologie de l'étude et justification des modèles, des variables et des hypothèses</i> .....	<i>154</i>
1. Impact des facteurs financiers spécifiques sur le niveau d'actifs liquides .....	154
1.1. Vérification de l'existence d'un niveau cible d'actifs liquides .....	154
1.2. Spécification du modèle d'ajustement partiel du niveau d'actifs liquides .....	157
1.3. Méthode d'estimation du modèle dynamique d'ajustement partiel .....	159
1.4. Hypothèses de travail et justification théorique des variables .....	161
1.4.1. Les variables expliquées .....	161
1.4.2. Les variables explicatives .....	162
1.4.3. Justification des variables spécifiques .....	162
2. L'impact des conditions macroéconomiques sur le niveau de détention d'actifs liquides.....	174
2.1. Spécification du modèle.....	175
2.2. Les variables macro-économiques .....	175
3. Impact de la gouvernance d'entreprise sur le niveau de détention d'actifs liquides .....	177
3.1. Spécification du modèle.....	178
3.2. Présentation des variables de gouvernance .....	179
3.2.1. La structure de propriété .....	179
3.2.1.1. La concentration de l'actionnariat.....	179
3.2.1.2. La nature de l'actionnariat .....	180
3.2.1.3. La participation des dirigeants au capital.....	180
3.2.2. La composition du conseil d'administration.....	181
3.2.3. Les caractéristiques des titres de l'entreprise .....	182
3.2.3.1. Le respect du principe « une action = un vote ».....	182
3.2.3.2. La cotation à l'étranger .....	182
<i>Section II - Présentation et discussion des résultats</i> .....	<i>185</i>
1. Présentation des caractéristiques de l'échantillon .....	185
1.1. Sélection de l'échantillon .....	185
1.2. Traitement des données extrêmes .....	185

1.3.	Ventilation de l'échantillon par secteurs d'activités.....	186
1.4.	Evolution du niveau de détention d'actifs liquides sur la période de l'étude.....	187
2.	Explication du niveau d'actifs liquides des entreprises : Vers la complémentarité des théories de l'arbitrage et du financement hiérarchique.....	188
3.	Analyse des facteurs financiers spécifiques sur le niveau d'actifs liquides.....	191
3.1.	Présentation des statistiques descriptives des variables spécifiques.....	191
3.2.	Analyse univariée : Test de comparaison des moyennes des entreprises « riches » et des entreprises « pauvres » en actifs liquides.....	192
3.3.	Analyse bivariée des données et Examen de la multi-colinéarité des variables explicatives financières.....	194
3.4.	Tests statistiques de spécification.....	197
3.5.	Présentation et interprétation des résultats des tests de régression.....	200
4.	Résultat de l'impact des conditions macro-économiques sur le niveau d'actifs liquides.....	206
4.1.	Présentation des données macro-économiques.....	206
4.2.	Résultats de l'impact des conditions macro-économiques sur le niveau d'actifs liquides.....	207
4.3.	Impact des facteurs macro-économiques sur la sensibilité des actifs liquides aux facteurs spécifiques.....	208
5.	Présentation des résultats de l'impact des variables de gouvernance sur le niveau d'actifs liquides..	211
5.1.	Présentation des statistiques descriptives.....	211
5.2.	Présentation et interprétation des résultats des tests de régression.....	215
5.2.1.	Impact de la structure de propriété.....	215
5.2.1.1.	La concentration du capital.....	215
5.2.1.2.	L'identité de l'actionnaire majoritaire.....	216
5.2.1.3.	La propriété managériale.....	216
5.2.2.	L'impact du contrôle du conseil d'administration.....	217
5.3.	Construction d'un indice synthétique de gouvernance.....	220
<b>CHAPITRE 4 : LES IMPLICATIONS DE LA DETENTION D'ACTIFS LIQUIDES SUR L'INVESTISSEMENT, LA PERFORMANCE ET LA VALEUR.....</b>		<b>225</b>
<i>Section I - L'impact de la détention d'actifs liquides sur l'investissement.....</i>		<i>226</i>
1.	Présentation des hypothèses et des variables.....	227
1.1.	Présentation des hypothèses.....	227
1.2.	Présentation des variables retenues.....	230
2.	Présentation des résultats des tests de régression.....	232
2.1.	La sensibilité des investissements aux actifs liquides.....	232
2.2.	L'impact des déviations du niveau optimal d'actifs liquides sur l'investissement des entreprises	234
2.3.	L'influence modératrice de la gouvernance d'entreprise et des contraintes de financement sur la sensibilité des investissements aux actifs liquides.....	238
<i>Section II - L'impact de la détention d'actifs liquides sur la performance de l'entreprise..</i>		<i>242</i>
1.	Présentation du modèle et des hypothèses.....	242
1.1.	Spécification du modèle.....	242
1.2.	Présentation des hypothèses.....	243
2.	Présentations des résultats des tests de régression.....	245

2.1. Statistiques descriptives .....	245
2.2. Détention d'actifs liquides et performance de l'entreprise : une relation curvilinéaire .....	246
2.3. Impact des déviations du niveau optimal d'actifs liquides sur la performance .....	248
2.4. Impact des actifs liquides sur le risque de surinvestissement .....	250
<i>Section III - L'impact des actifs liquides sur la valeur de marché des entreprises .....</i>	<i>251</i>
1. Présentation des modèles et des variables .....	251
1.1. Estimation de la valeur de marché des actifs liquides .....	251
1.2. Le rôle modérateur de la gouvernance d'entreprise, des facteurs macro-économiques et des contraintes de financement .....	253
1.3. Estimation de la valeur des excès de liquidités .....	255
2. Méthodologie de recherche et tests de spécification .....	256
2.1. Choix de la méthode d'estimation .....	257
2.1.1. Test de Breusch et Pagan (1979) de présence d'effets individuels .....	257
2.1.2. Test d'Hausman (1978) de spécification des effets individuels .....	259
2.2. Analyse bivariée des données .....	260
3. Présentation des résultats des tests multivariés .....	262
3.1. Estimation de la valeur marginale des actifs liquides .....	262
3.2. Les influences modératrices des contraintes de financement et de la gouvernance d'entreprise sur l'impact des actifs liquides sur la valeur .....	267
3.3. Examen de l'impact des variables macroéconomiques sur la valeur des actifs liquides .....	269
<b>CONCLUSION GENERALE .....</b>	<b>274</b>
<b>REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES .....</b>	<b>287</b>
<b>TABLE DES MATIERES .....</b>	<b>321</b>
<b>TABLE DES FIGURES .....</b>	<b>326</b>
<b>TABLE DES TABLEAUX .....</b>	<b>327</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>329</b>

---

## TABLE DES FIGURES

---

Figure 1: Les 10 premières trésoreries du CAC 40.....	9
Figure 2 : Des liquidites superieures à la dette (en 2010).....	10
Figure 3: La théorie de l'arbitrage de la structure financière.....	13
Figure 4 : Evolution du nombre de publications d'articles sur le sujet de la détention d'actifs liquides.....	16
Figure 5: détermination graphique du stock optimal .....	37
Figure 6: Détermination graphique du niveau optimal d'actifs liquides .....	41
Figure 7: Présentation graphique de la théorie du financement hiérarchique.....	50
Figure 8: Le lien entre la volatilité du cash-flow et le niveau d'actifs liquides .....	56
Figure 9: La relation entre le coût de l'attente et l'avantage.....	68
Figure 10 : La relation entre le niveau d'actifs liquides et l'actionnarationnat des dirigeants en Angleterre .....	116
Figure 11 : Niveau d'actifs liquides par secteurs d'activités .....	187
Figure 12: Evolution du niveau d'actifs liquides entre 1999 et 2010.....	188
Figure 13: Ditribution des coeeficients $\beta$ du modèle autoregressif du niveau d'actifs liquides .....	189
Figure 14: Le lien entre le niveau d'actifs liquides et la participation des dirgigents au capital .....	217
Figure 15: L'impact des déviations du niveau optimal d'actifs liquides sur l'investissement et la performance .....	247

---

## TABLE DES TABLEAUX

---

Tableau 1 : Echantillon de l'étude.....	185
Tableau 2 : Réparation de l'échantillon par secteur d'activité.....	186
Tableau 3 : Caractéristiques des entreprises par quartile du niveau d'actifs liquides .....	190
Tableau 4 : Statistiques descriptives des caractéristiques des entreprises .....	192
Tableau 5: Test de comparaison des moyennes des caractéristiques des entreprises par quartile du niveau d'actifs liquides .....	193
Tableau 6: Facteurs de l'inflation de la variance (VIF).....	195
Tableau 7: Matrice de corrélation de Pearson.....	196
Tableau 8: Déterminants de la détention d'actifs liquides – MMG en système .....	199
Tableau 9 : Résumé des coefficients de régression .....	204
Tableau 10: Comparaison des résultats avec une sélection d'études empiriques passées .....	205
Tableau 11: Présentation des données macro-économiques .....	206
Tableau 12 : Statistiques descriptives des données macro-économiques .....	206
Tableau 13 : Matrice de corrélation des variables macro-économiques.....	207
Tableau 14 : Résultats des régressions par la méthode SYS-GMM de l'influence des facteurs macro-économiques sur la détention d'actifs liquides.....	210
Tableau 15: Statistiques descriptives des variables de gouvernance .....	211
Tableau 16 : Test de comparaison des entreprises capital concentrée / dispersé.....	213
Tableau 17: Test de comparaison entreprises familiales / entreprises non familiales .....	214
Tableau 18: Impact des variables de gouvernance sur le niveau de détention d'actifs liquides par la méthode des moindres carrés ordinaires .....	219
Tableau 19 : Statistiques descriptives de l'indice de gouvernance.....	221
Tableau 20 : Analyse en composantes principales des variables de gouvernance .....	222

Tableau 21 : synthese des verifications des hypothèses concernant les determinants de la detention d'actifs liquides .....	224
Tableau 22 : Résultats des régressions par la méthode SYS-GMM de la sensibilité de l'investissement aux actifs liquides .....	234
Tableau 23: Résultats de l'influence des deviations du niveau optimal d'actifs liquides sur l'investissement.....	236
Tableau 24: Le rôle modérateur des opportunités d'investissement sur la relation entre les actifs liquides et l'investissement .....	238
Tableau 25 : Impacts de la gouvernance d'entreprise et des contraintes de financement sur la sensibilité des investissements aux actifs liquides.....	241
Tableau 26: Statistiques descriptives .....	245
Tableau 27: Impact des actifs liquides sur la performance des entreprises .....	246
Tableau 28: Impact des déviations du niveau optimal des actifs liquides sur la performance .....	249
Tableau 29: Impact des dépenses d'investissement sur la performance et la valeur de l'entreprise .....	250
Tableau 30: Statistiques descriptives .....	257
Tableau 31 : Matrice de correlation de Pearson.....	261
Tableau 32: Estimation de la valeur marginale des actifs liquides .....	262
Tableau 33: Impact des variables financières spécifiques sur l'Estimation de la valeur marginale des actifs liquides .....	266
Tableau 34: Valeur marginale des excès d'actifs liquides .....	269
Tableau 35: Impact des variables macro-économiques sur la valeur marginale des actifs liquides.....	271
Tableau 36 : synthese des verifications des hypothèses concernant les implications de la detention d'actifs liquides .....	273

## ANNEXES

### ANNEXE 1: ESTIMATION DE LA VALEUR MARGINALE DES ACTIFS LIQUIDES PAR LE METHODOLOGIE DE FAMA ET MACBETH (1973)

Variable dépendante	Fama & Mac Beth (1973)	
	Niveaux $V_{it}$	Variations $V_{it}$
$dV_{it+1}$	-0.515***	-0.540**
$dAN_{it}$	0.571***	0.631***
$dAN_{it+1}$	0.893***	1.205***
$E_{it}$	-1.046*	-2.649***
$dE_{it}$	1.948***	2.242***
$dE_{it+1}$	1.340*	0.0163
$D_{it}$	21.26***	29.51***
$dD_{it}$	-8.071**	-10.07**
$dD_{it+1}$	7.386***	11.01***
$RD_{it}$	2.504***	4.900***
$dRD_{it}$	9.476**	11.74**
$dRD_{it+1}$	-0.790	-0.289
$I_{it}$	-0.273	1.961
$dI_{it}$	-0.325	-3.278
$dI_{it+1}$	-1.424	-2.618
<b>CASH<sub>it</sub></b>	<b>2.490***</b>	
<b>dCASH<sub>it</sub></b>		<b>1.135*</b>
<b>dCASH<sub>it+1</sub></b>		<b>1.069</b>
Constante	0.854***	1.086***
Observations	2,02	2,02
R-squared	0.784	0.728

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## ANNEXE 2: TEST D'HAUSMAN DE SPECIFICATION DES EFFETS INDIVIDUELS

```
. xtreg wv wdv wdna wdnal wewde wdel wdwd wdd1 wrd wrdrd wrdr1 wiwdi wdil wc y*, fe
note: y1 omitted because of collinearity
```

```

                Fixed-effects (within) regression Number of obs   =       2020
Group variable: id                Number of groups   =         202

R-sq:  within = 0.3426                Obs per group: min =          10
        between = 0.7843                avg           =         10.0
        overall = 0.5179                max           =          10

                                                F(25,1793)      =       37.38
corr(u_i, Xb) = 0.4347                Prob> F         =       0.0000
-----+-----
            wv |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
            wdv | -1.037673   .0552303   -18.79  0.000   -1.145996   -0.9293505
            wdna |  .8181076   .2902847    2.82  0.005    .2487757    1.38744
            wdnal | 1.538723   .1738516    8.85  0.000    1.197749    1.879696
             we | -2.475175   .5015464   -4.94  0.000   -3.458852   -1.491498
             wde |  3.592978   .5030811    7.14  0.000    2.606291    4.579665
            wdel |  .5845047   .6287055    0.93  0.353   -.6485679    1.817577
             wd | 13.59682    5.508498    2.47  0.014    2.793071   24.40057
             wdd | -7.879065   5.951082   -1.32  0.186   -19.55085    3.79272
            wdd1 |  5.209704   4.307354    1.21  0.227   -3.238256   13.65766
             wrd | -5.200615   2.218083   -2.34  0.019   -9.550915   -0.8503145
            wrdrd | 29.39406    4.125459    7.13  0.000   21.30285   37.48527
            wrdr1 | -0.2190255 .6253442   -0.35  0.726   -1.445505    1.007455
             wi |  5.22666    5.530422    0.95  0.345   -5.620089   16.07341
            wdi | -19.26268   4.541585   -4.24  0.000   -28.17003   -10.35532
            wdi1 | -18.20798   4.379217   -4.16  0.000   -26.79688   -9.619069
             wc |  2.868775   .3147336    9.11  0.000    2.251492    3.486059
            y1 |           0 (omitted)
            y2 | -0.5918337 .2273097   -2.60  0.009   -1.037653   -0.1460139
            y3 | -0.321136   .2389516   -1.34  0.179   -.7897888    .1475169
            y4 | -0.3372214 .2400062   -1.41  0.160   -.8079427    .1334998
            y5 | -0.2977055 .2354299   -1.26  0.206   -.7594513    .1640404
            y6 | -0.2431299 .2328741   -1.04  0.297   -.699863    .2136033
            y7 | -0.0666157 .2315931   -0.29  0.774   -.5208365    .3876051
            y8 | -0.8117335 .2299098   -3.53  0.000   -1.262653   -0.3608142
            y9 | -0.4395522 .2425472   -1.81  0.070   -.915257    .0361526
            y10 | -0.4318734 .2440673   -1.77  0.077   -.9105597    .0468128
            _cons | 1.530916   .2278405    6.72  0.000    1.084055    1.977776
-----+-----
                                                sigma_u | 1.7721144
                                                sigma_e | 2.2312755
                rho | .38679606 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(201, 1793) =      3.28                Prob> F = 0.0000
. estimates store fixed

```

```
. xtreg wv wdv wdna wdnal wewde wdel wdodd wdd1 wrdwdrd wdrd1 wiwdi wdi1 wc y*, re
note: y10 omitted because of collinearity
```

```

                Random-effects GLS regression Number of obs      =      2020
Group variable: id                Number of groups      =      202

R-sq:  within = 0.5039                Obs per group: min =      10
       between = 0.8092                avg =      10.0
       overall = 0.6675                max =      10

                                Wald chi2(25)      =      2583.44
corr(u_i, X) = 0 (assumed)           Prob> chi2      =      0.0000
```

```
-----+-----
              Wv |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      wdv |   -0.5755247   .0230467   -24.97   0.000   -0.6206955   -0.530354
      wdna |    0.7262043   .1195054    6.08   0.000    0.491978    0.9604305
      wdnal |    0.6735361   .0720982    9.34   0.000    0.5322263    0.814846
       we |   -0.7062386   .1906576   -3.70   0.000   -1.079921   -0.3325566
       wde |    1.957855    .2087933    9.38   0.000    1.548628    2.367083
      wdel |    1.297234    .2554948    5.08   0.000    0.7964739    1.797995
       wd |   18.18572    1.848884    9.84   0.000   14.56197   21.80946
      wdd |   -4.454035    2.398245   -1.86   0.063   -9.154508    0.2464388
      wdd1 |    8.229261    1.744234    4.72   0.000    4.810625    11.6479
      wrd |    3.560572    .6122388    5.82   0.000    2.360606    4.760538
      wrd1 |    9.006047    1.714655    5.25   0.000    5.645384   12.36671
      wdrd1 |   -0.4632755    .2575818   -1.80   0.072   -0.9681265    0.0415754
       wi |    5.095774    2.012521    2.53   0.011    1.151306    9.040243
       wdi |   -3.661458    1.869497   -1.96   0.050   -7.325606    0.0026895
      wdi1 |   -1.573222    1.796502   -0.88   0.381   -5.0943    1.947857
       wc |    2.010448    .1183703   16.98   0.000    1.778447    2.24245
       y1 |    0.6407985    .1025349    6.25   0.000    0.4398338    0.8417632
       y2 |    0.073367    .0983524    0.75   0.456   -0.1194001    0.2661341
       y3 |    0.1256571    .0961073    1.31   0.191   -0.0627097    0.314024
       y4 |    0.2683627    .0954577    2.81   0.005    0.0812691    0.4554564
       y5 |    0.2678905    .0968531    2.77   0.006    0.0780618    0.4577192
       y6 |    0.3183116    .0966455    3.29   0.001    0.1288899    0.5077333
       y7 |    0.1751376    .0969006    1.81   0.071   -0.014784    0.3650592
       y8 |   -0.1223623    .0985037   -1.24   0.214   -0.315426    0.0707013
       y9 |   -0.0263092    .0968147   -0.27   0.786   -0.2160625    0.1634441
                                y10 |          0 (omitted)
      _cons |   -0.1793027    .0924781   -1.94   0.053   -0.3605564    0.0019511
-----+-----
                                sigma_u |    0.55448654
                                sigma_e |    0.91667896
                                rho |    0.26787525 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
```

```
. estimates store random
```

```
. hausmanfixedrandom
```

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
			fixed random	Difference
				S.E.
Wdv	-1.037673	-.5755247	-.4621483	.050192
wdna	.8181076	.7262043	.0919034	.2645443
wdna1	1.538723	.6735361	.8651864	.1581969
we	-2.475175	-.7062386	-1.768937	.4638949
wde	3.592978	1.957855	1.635122	.4577073
wde1	.5845047	1.297234	-.7127297	.5744502
wd	13.59682	18.18572	-4.588893	5.188948
wdd	-7.879065	-4.454035	-3.42503	5.446448
wdd1	5.209704	8.229261	-3.019557	3.938393
wrd	-5.200615	3.560572	-8.761187	2.131914
wdrd	29.39406	9.006047	20.38801	3.752249
wdrd1	-.2190255	-.4632755	.2442501	.5698306
wi	5.22666	5.095774	.130886	5.151245
wdi	-19.26268	-3.661458	-15.60122	4.138959
wdi1	-18.20798	-1.573222	-16.63475	3.993761
wc	2.868775	2.010448	.858327	.291626
y2	-.5918337	.073367	-.6652006	.2049305
y3	-.321136	.1256571	-.4467931	.2187721
y4	-.3372214	.2683627	-.6055842	.2202063
y5	-.2977055	.2678905	-.5655959	.214585
y6	-.2431299	.3183116	-.5614415	.2118726
y7	-.0666157	.1751376	-.2417533	.2103465
y8	-.8117335	-.1223623	-.6893712	.2077391
y9	-.4395522	-.0263092	-.413243	.2223871

```
-----
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```
chi2(24) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 276.00
Prob>chi2 = 0.0000
```

**ANNEXE 3: IMPACT DES FACTEURS FINANCIERS SPECIFIQUES SUR L'ESTIMATION DE LA VALEUR MARGINALE DES ACTIFS LIQUIDES (TABLEAUX ENTIERS)**

VARIABLES	capex		levier		R&D		Opportunités	
	Faible	Fort	Faible	Fort	Faible	Fort	Faible	Fort
$dV_{it+1}$	-0.724***	-0.263	-0.506***	-0.478*	-0.634***	-0.437***	-0.502***	-0.520***
$dAN_{it}$	0.366	0.648**	0.487	0.322**	0.519***	0.681***	0.182***	0.618***
$dAN_{it+1}$	1.107**	0.434	1.034***	0.724**	1.440***	0.784***	0.773***	1.548***
$E_{it}$	-1.548*	1.209	-0.528	0.0510	-0.994***	1.164***	0.859***	-0.333
$dE_{it}$	1.395**	1.184	1.878**	0.981**	2.026***	0.445	-0.140	1.655***
$dE_{it+1}$	1.656	0.808	1.959*	1.213**	1.007***	1.006***	0.543***	1.111***
$D_{it}$	20.53***	19.30***	19.08***	16.53***	16.34***	16.96***	-0.781	21.69***
$dD_{it}$	-6.737	-13.91**	-4.755	-5.487	-5.050*	-7.649*	-0.234	-6.445*
$dD_{it+1}$	7.178	-0.00220	9.388***	6.648*	7.839***	8.931***	-0.430	10.38***
$RD_{it}$	3.004***	2.457***	3.128***	0.902	-64.94**	2.002*	-1.854***	1.717
$dRD_{it}$	16.86**	-3.726*	13.70**	1.497	37.97	5.314***	1.019	9.965***
$dRD_{it+1}$	-1.113	-0.871	-1.769**	0.213	-0.521*	0.331	0.0664	-0.597
$I_{it}$	-1.530	3.953	-8.363**	6.356***	-3.353	17.44***	0.784	0.494
$dI_{it}$	-1.761	1.207	-2.543	-1.510	-5.184***	-3.569	-0.648	-2.563
$dI_{it+1}$	-1.200	1.143	-2.895	0.336	-4.266**	3.733	1.516**	-3.565
$CASH_{it}$	<b>1.931***</b>	<b>2.957***</b>	<b>2.512***</b>	<b>1.849***</b>	<b>1.504***</b>	<b>2.759***</b>	<b>1.426***</b>	<b>1.849***</b>
Constante	0.924***	0.658***	0.890***	0.846***	1.735***	0.677***	0.970***	1.026***
Observations	1,010	1,010	1,010	1,010	1,170	850	1,010	1,010
R-squared	0.914	0.694	0.847	0.728	0.573	0.521	0.763	0.565
Number of groups	10	10	10	10	117	85	101	101

VARIABLES	Risque de faillite		Volatilité du CF	
	Faible	Fort	Faible	Fort
$dV_{it+1}$	-0.568***	-0.463**	-0.373***	-0.618***
$dAN_{it}$	0.821***	0.532	0.651***	1.154***
$dAN_{it+1}$	0.973***	0.647***	1.420***	1.037***
$E_{it}$	-0.691	0.561	-0.223	0.0396
$dE_{it}$	1.548**	1.173	0.531**	1.403***
$dE_{it+1}$	1.360	1.501***	0.278	1.773***
$D_{it}$	19.42***	15.28*	0.964	10.52***
$dD_{it}$	-6.507	-0.420	-2.252	-0.978
$dD_{it+1}$	5.722**	14.34**	-0.0956	8.794***
$RD_{it}$	3.773**	3.591***	-4.803***	-1.024
$dRD_{it}$	15.79	-0.321	7.553***	9.327***
$dRD_{it+1}$	-1.816	-0.234	0.216	-0.639*
$I_{it}$	-7.478	6.306***	4.587	13.66***
$dI_{it}$	-3.654	0.909	-6.233***	-9.406***
$dI_{it+1}$	-4.116	-0.403	-5.864***	9.515***
$CASH_{it}$	<b>2.527***</b>	<b>1.991***</b>	<b>1.109***</b>	<b>2.334***</b>
Constante	1.002***	0.698***	1.466***	1.035***
Observations	1,010	1,010	1,019	1,001
R-squared	0.844	0.746	0.336	0.622
Number of groups	10	10	202	202

## ANNEXE 4 : VALEUR MARGINALE DES EXCES D'ACTIFS LIQUIDES (TABLEAU COMPLET)

VARIABLES	Panel complet	Contraintes financières WW		Gouvernance d'entreprises		Actionnariat		Actionnaire majoritaire	
		Fortes	Faibles	Forte	Faible	Dispersé	Concentré	Familial	Non familial
$dV_{it+1}$	-0.590***	-0.513***	-0.760***	-0.525***	-0.631***	-0.476***	-0.637***	-0.633***	-0.666***
$dAN_{it}$	0.575***	0.696***	0.104	0.269	0.702***	0.319	0.651***	0.815***	0.348*
$dAN_{it+1}$	0.767***	0.982***	0.146**	0.330***	1.030***	0.485***	0.849***	0.782***	0.939***
$E_{it}$	-0.694***	-1.372***	4.384***	1.326***	-1.606***	0.851*	-1.196***	-1.038***	-1.611***
$dE_{it}$	1.764***	1.734***	-0.312	1.279***	1.730***	1.472***	1.777***	1.853***	1.731***
$dE_{it+1}$	1.075***	0.325	2.336***	2.232***	0.200	1.823***	0.671**	1.174***	0.0719
$D_{it}$	19.11***	14.83***	10.78***	23.20***	15.03***	34.75***	15.15***	18.59***	4.529
$dD_{it}$	-3.142	0.809	-2.725	-7.068**	0.735	-12.83**	-0.311	0.280	2.232
$dD_{it+1}$	9.305***	8.321***	6.800***	14.35***	5.607**	18.77***	7.083***	6.028**	8.132***
$RD_{it}$	2.162**	-0.876	12.51***	5.228***	-0.894	3.143	1.173	2.901**	-2.201
$dRD_{it}$	8.510***	9.366***	-6.286***	11.02***	8.139***	9.079***	7.952***	13.29***	1.052
$dRD_{it+1}$	-0.335	-0.575	0.392	0.490	-0.484	-0.194	-0.301	0.0949	-0.843*
$I_{it}$	8.997***	9.544***	8.569***	17.30***	6.935**	11.10**	7.609***	27.98***	-14.45***
$dI_{it}$	-4.165**	-3.763	-1.380	2.157	-7.149***	0.186	-6.411***	-12.86***	-4.813*
$dI_{it+1}$	0.562	2.630	2.354	6.000**	0.107	4.091	-0.410	10.42***	-14.31***
<b>Excès</b>	<b>1.378***</b>	<b>1.768***</b>	<b>0.651**</b>	<b>1.565***</b>	<b>1.235***</b>	<b>1.619***</b>	<b>1.255***</b>	<b>0.942***</b>	<b>2.059***</b>
Constante	0.760***	0.405**	-0.0998	-0.121	0.272**	-0.251	0.706***	-0.190	0.633***
Observations	2,020	1,010	1,010	1,010	1,010	530	1,490	930	590
R-squared	202	0.477	0.715	0.526	0.513	0.551	0.492	0.544	0.520
Number of id	0.488	101	101	101	101	53	149	93	59