

La détention d'actifs liquides par les entreprises

Quelles explications ?

Nicolas Couderc

DANS **REVUE ÉCONOMIQUE** 2006/3 Vol. 57 , PAGES 485 À 495
ÉDITIONS **PRESSES DE SCIENCES PO**

ISSN 0035-2764

ISBN 272463036X

DOI 10.3917/reco.573.0485

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-economique-2006-3-page-485?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Presses de Sciences Po.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur cairn.info/copyright.

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

La détention d'actifs liquides par les entreprises

Quelles explications ?

Nicolas Couderc*

Dans cet article, notre objectif est d'étudier les motifs de la détention d'actifs liquides par les entreprises. La détention d'actifs liquides est-elle plutôt expliquée par un souci de gestion optimale de la trésorerie ou par le souhait des dirigeants de disposer d'actifs qu'ils contrôlent librement ? Pour répondre à cette question, nous analysons les conséquences de la détention excessive d'actifs liquides sur la performance de 4 515 entreprises allemandes, américaines, britanniques, canadiennes et françaises, de 1989 à 2002, à l'aide d'un modèle probit bivarié récursif (pour tenir compte de la possible détermination simultanée des deux variables). Nos résultats plaident en faveur de la thèse de l'enracinement des dirigeants.

CORPORATE CASH HOLDINGS: FINANCIAL DETERMINANTS AND CONSEQUENCES

This paper investigates the reason for corporate cash holdings. In the literature, there is a debate about the motives for these cash holdings (transaction cost theory or managerial opportunism thesis). To obtain new evidence, we focus on the consequences of excessive cash holdings on firm performance, using firm-level data of 4515 firms from Canada, France, Germany, Great-Britain and the USA over the period 1989-2002. We implement a bivariate probit model to take into account the potential joint determination of cash holdings and performance of the firm. We conclude that excessive cash holdings lead to poor firm performances, a result clearly in favor of the managerial opportunism thesis.

Classification *JEL* : C33, G32.

Les entreprises non financières détiennent une part non négligeable de leur actif sous forme liquide : dans notre échantillon, les actifs liquides représentent 13 % de l'actif total de l'entreprise américaine médiane. Depuis l'article de Opler *et al.* [1999], les déterminants de cette demande d'encaisses ont fait l'objet de plusieurs études, sans qu'un consensus ne se dégage. Deux thèses s'opposent : cette demande de liquidité peut être considérée comme la preuve de l'existence de contraintes financières ou de coûts de transaction associés à la recherche de fonds externes. Mais on peut aussi suspecter les dirigeants de chercher à accumuler des actifs liquides, ces actifs étant susceptibles d'être utilisés sans contrôle efficace des actionnaires.

* TEAM. Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et CNRS. Courriel : couderc@univ-paris1.fr

Je remercie O. Bertrand, G. Capelle-Blancard, T. Chevallier, J. Couppey-Soubeyran, J. Pintado et J.-P. Pollin, les participants au 2005 EFMA Symposium, au 20^e congrès annuel de l'EEA et au LIV^e congrès annuel de l'AFSE, ainsi qu'un rapporteur anonyme pour leurs remarques et commentaires. Je remercie également le Bureau Van Dijk pour la mise à disposition de la base Osiris. Les erreurs restent de la seule responsabilité de l'auteur.

Nous proposons, dans cet article¹, d'apporter de nouveaux éléments au débat. Pour cela, nous adoptons une démarche originale : au lieu d'étudier les déterminants de la détention d'actifs liquides à l'aide d'un modèle économétrique, nous séparons les entreprises en deux groupes, selon qu'elles détiennent « trop » d'actifs liquides ou non, et nous étudions les performances respectives de ces deux groupes. L'idée est la suivante : si la thèse de la détention d'actifs liquides pour motif de précaution ou de gestion optimale de trésorerie est vérifiée, il devrait exister un lien positif entre la détention d'actifs liquides et la performance des entreprises. À la rigueur, on peut imaginer qu'aucun lien clair n'apparaisse. Au contraire, si la détention d'actifs liquides s'explique principalement par la volonté des dirigeants d'accumuler des actifs dont ils peuvent disposer plus librement, les entreprises détenant beaucoup d'actifs liquides devraient, toutes choses égales par ailleurs, être moins performantes. Pour conduire cette étude, nous utilisons un échantillon de 4 515 entreprises de cinq pays (Allemagne, Canada, France, États-Unis et Grande-Bretagne), au cours de la période 1989-2002.

Après avoir présenté les principaux résultats des études consacrées aux déterminants de la détention d'actifs liquides (section 1), nous procédons en deux temps. Après avoir présenté notre échantillon et les variables utilisées dans l'étude, nous estimons à l'aide d'un modèle de panel dynamique le niveau « normal » de détention d'actifs liquides pour chaque entreprise (section 2). Nous analysons ensuite le lien entre performance des entreprises et détention d'actifs liquides (section 3).

POURQUOI LES ENTREPRISES DÉTIENNENT-ELLES DES ACTIFS LIQUIDES ?

Deux corpus théoriques permettent d'expliquer la détention d'actifs liquides des entreprises. La théorie de l'arbitrage initiée par Tobin [1956] repose sur un modèle de gestion optimale de trésorerie : l'existence de coûts de transaction qui poussent les entreprises à éviter de lever fréquemment des fonds externes. Le coût associé à la détention d'actifs liquides (la prime de liquidité) est contrebalancé par les économies réalisées grâce à la fréquence plus faible des émissions de titres. Plusieurs études empiriques viennent corroborer cette théorie : Beltz et Frank [1996], Deloof [2000], Kim *et al.* [1998] et D'Mello *et al.* [2004] parviennent à des résultats convergents en faveur de la théorie de l'arbitrage : la détention d'actifs liquides par les entreprises augmente avec le coût des fonds externes, la variabilité anticipée des bénéfices futurs, la rentabilité anticipée des investissements, et décroît avec le coût d'opportunité de détention des actifs liquides.

Une des explications possibles de l'existence de tels coûts de transaction est fournie par la théorie de la hiérarchie des financements, formulée par Myers [1984] et Myers et Majluf [1984]. Selon cette théorie, l'existence d'asymétries d'information entre l'entreprise et les apporteurs potentiels de fonds externes pousse ces derniers à exiger un rendement d'autant plus élevé que l'asymétrie est forte. Pour une entreprise donnée, les fonds internes sont donc moins coûteux

1. Cet article est une version synthétique de *Corporate cash holdings: financial determinants and consequences*, document de travail TEAM.

que la dette, elle-même moins coûteuse que les actions. Opler *et al.* [1999] apportent des éléments empiriques en faveur de cette explication, puisqu'ils établissent que la détention d'actifs liquides est positivement corrélée à la taille, à l'existence d'opportunités d'investissement, au degré de risque et à un faible accès aux fonds externes. La théorie de la hiérarchie des financements offre donc un fondement solide à la théorie de l'arbitrage et aux modèles de gestion de trésorerie pour expliquer la détention d'actifs liquides par les entreprises.

La théorie de l'enracinement des dirigeants repose également sur l'existence d'une asymétrie d'information, mais postule que c'est le dirigeant de l'entreprise qui peut agir indépendamment du mandat que lui ont confié les actionnaires, ceux-ci n'ayant que des informations partielles sur ses actions et décisions. Le dirigeant, cherchant à maximiser sa propre utilité, peut être conduit à prendre des décisions ne coïncidant pas avec l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise défini par les actionnaires. Suivant la théorie des *free cash flows* (Jensen [1986]), les actifs liquides peuvent être assez aisément utilisés par le dirigeant indépendamment de la volonté des actionnaires, pour des projets dont la valeur actuelle est négative¹. Plusieurs études empiriques ont testé les prédictions de cette théorie. Opler *et al.* [1999] ne trouvent pas d'éléments en faveur d'un usage inefficent des actifs liquides détenus par les entreprises. Toutefois, cette étude ne se concentre pas sur les entreprises disposant d'un montant « excessif » d'actifs liquides. Au contraire, Harford [1999] établit que les entreprises disposant d'actifs liquides en quantité sont plus diversifiées que la moyenne et plus souvent à l'origine d'opérations de croissance externe, ces opérations étant en général destructrices de valeur. Harford et Haushalter [2003] montrent, par ailleurs, que l'utilisation de ces fonds est influencée par la proportion du capital de l'entreprise détenue par le dirigeant. Blanchard *et al.* [1994] parviennent à la même conclusion : les entreprises recevant des sommes importantes à la suite d'une décision judiciaire ne l'utilisent pas intégralement dans l'intérêt des actionnaires. Par ailleurs, Kusnadi [2005] montre qu'à Singapour la détention d'actifs liquides est une fonction décroissante de la qualité du système de gouvernance d'entreprise. Dittmar *et al.* [2003] et Pinkowitz *et al.* [2004] parviennent à la même conclusion en procédant à des études sur plusieurs pays ainsi que Ferreira et Vilela [2004] sur des entreprises européennes. Ces éléments plaident en faveur de la théorie de l'enracinement des dirigeants, mais aucune étude – à notre connaissance – ne s'intéresse précisément aux liens entre détention excessive d'actifs liquides et performance de l'entreprise. C'est précisément l'objet de notre étude empirique.

Puisque aucun consensus n'émerge en faveur d'une théorie en particulier, nous abordons la question par un chemin détourné. L'idée de notre étude empirique est simple : si la théorie de l'enracinement des dirigeants explique une part significative de la détention d'actifs liquides, les entreprises détenant beaucoup d'actifs liquides devraient, toutes choses égales par ailleurs, afficher de moins bons résultats que les autres, puisqu'une partie de leur actif est utilisée par le dirigeant sans rapport avec l'objectif de création de valeur pour les actionnaires. Si, au contraire, la théorie de la gestion optimale de trésorerie s'avère exacte, la relation entre détention d'actifs liquides et performance doit être inexistante, voire positive, puisque les entreprises qui détiennent beaucoup d'actifs liquides sont celles qui peuvent le mieux éviter les coûts de transaction ou les asymétries d'information.

1. Shleifer et Vishny [1997] détaillent les raisons pour lesquelles un dirigeant peut décider un investissement non optimal du point de vue des actionnaires.

PRÉSENTATION DES DONNÉES ET ESTIMATION DE LA « CIBLE » DE DÉTENTION D'ACTIFS LIQUIDES

Source des données et sélection de l'échantillon

L'échantillon initial, provenant de la base de données Osiris¹, contient 7 994 entreprises². Les données comptables sont complétées par des données de marché (source : Datastream). Les tests usuels de cohérence entre les deux sources de données nous conduisent à éliminer 1 881 entreprises de l'échantillon. Nous enlevons également les entreprises appartenant au secteur « banque, immobilier et assurance » (suivant la classification de Fama et French [1997]) et celles pour lesquelles nous ne disposons pas d'information sectorielle³. De plus, nous retirons de l'échantillon les entreprises dont les revenus proviennent majoritairement de la détention de titres financiers. Les données concernant 46 entreprises sont sujettes à caution (dette totale nulle, impossibilité de reconstruire les soldes du bilan à partir des postes désagrégés, etc.). Au total, ces opérations nous conduisent à éliminer 1 598 entreprises.

L'échantillon final comprend donc 4 515 entreprises allemandes, américaines, britanniques, canadiennes et françaises, sur la période 1989-2002. Le tableau 1 détaille les caractéristiques des entreprises appartenant à l'échantillon. On constate que les entreprises américaines sont très représentées dans l'échantillon, alors que seules quelques centaines de très grandes entreprises des autres pays sont présentes. Toutefois, cette surreprésentation des entreprises américaines est due à l'échantillon initial, et non à notre procédure de constitution de l'échantillon final. De plus, la comparaison de l'échantillon final avec l'échantillon initial ne fait pas apparaître de biais évident de sélection.

Tableau 1. *Caractéristiques des entreprises de l'échantillon*

Variable	Échantillon complet	Allemagne	Canada	France	États-Unis	Royaume-Uni
Nb. d'entreprises	4515	503	328	264	2640	780
Nb. de salariés ¹	9159	17871	9968	19096	7881	7297
Chiffre d'affaires ^{1,2}	1240	2800	1280	2550	786	1090
Rés. Exploitation ^{1,2}	167	301	203	309	153	110
Résultat net ^{1,2}	54	62	57	80	53	44
ROE (en %) ¹	4,01	3,90	1,90	4,11	3,04	4,03
ROA (en %) ¹	2,76	3,36	1,88	6,38	5,66	1,63

1 : Médiane. 2 : Millions de dollars (pour convertir les données, nous avons utilisé le taux de change en moyenne annuelle. Source : ocdé).

1. Osiris détaille les états financiers d'environ 20 000 entreprises. Pour des précisions sur les critères d'inclusion dans la base et les procédures d'harmonisation des états financiers, voir Bureau Van Dijk [2003].

2. Critères d'inclusion dans l'échantillon initial : l'entreprise doit avoir au moins 10 salariés, être cotée sur un marché, ne pas avoir subi d'évènement majeur (faillite, fusion,...) au cours de la période ; les données doivent être disponibles un minimum de quatre années consécutives.

3. La structure du bilan des entreprises du secteur financier (au sens large) est sensiblement différente de celle des autres entreprises. De plus, la détention d'actifs liquides de ces entreprises peut être influencée par des motifs réglementaires.

Définition des variables

La variable expliquée, CASH, est définie comme le rapport entre la valeur des actifs liquides et l'actif total de l'entreprise. Suivant Opler *et al.* [1999], Kusnadi [2005], Ozkan et Ozkan [2004], nous construisons les variables explicatives suivantes :

- CASH_FLOW, le rapport des flux de trésorerie à l'actif total.
- VAR_CF, la variation moyenne (en %) de CASH_FLOW sur trois ans (de l'année $n-1$ à l'année $n+1$).
- TOTDEBT, le taux d'endettement (dette totale sur total de l'actif).
- LTDEBT, la part de TOTDEBT constituée de dette à long terme.
- INT_RATE, la somme des intérêts payés par l'entreprise, rapportée à la dette totale.
- SIZE, le logarithme du chiffre d'affaires.
- CAPEX, le taux d'investissement (investissement sur actif total).
- TOB_Q, le q de Tobin moyen calculé comme la valeur de marché de l'entreprise rapportée au coût de remplacement des actifs, défini comme la valeur comptable des actifs immobilisés.
- LIQUI, le ratio de liquidité du bilan de l'entreprise. On mesure celui-ci comme les actifs circulants moins le cash rapportés à l'actif total.
- DIV, variable dichotomique, égale à 1 lorsque l'entreprise verse des dividendes.

Nous écrivons les percentiles inférieur et supérieur de chaque variable, pour atténuer l'effet des valeurs extrêmes. Le tableau 2 détaille les statistiques descriptives de ces variables.

Tableau 2. *Statistiques descriptives des variables*

	Variable	Médiane	(Écart type)
Variable expliquée	CASH	0,13	(0,21)
Variables explicatives	CASH_FLOW	0,09	(0,19)
	VAR_CF	0,19	(0,71)
	TOTDEBT	0,24	(0,20)
	LTDEBT	0,43	(0,32)
	INT_RATE	0,08	(0,24)
	SIZE	18,66	(2,38)
	CAPEX	0,02	(0,10)
	TOB_Q	1,94	(4,29)
	LIQUI	2,66	(1,32)
	DIV (fréq.)	0,49	–

Estimation de la « cible » de détention d'actifs liquides

Dans cette section, nous cherchons à définir le niveau normal, ou « cible », de détention d'actifs liquides de chaque entreprise. Pour cela, nous estimons les déterminants de la détention d'actifs liquides, suivant la méthode de Ozkan

et Ozkan [2004]. Nous utilisons les estimateurs de Arellano et Bover [1995] et Blundell et Bond [1998] en deux étapes pour tenir compte de la nature dynamique de la détention d'actifs liquide, établie par Opler *et al.* [1999].

Le tableau 3 détaille les résultats de l'estimation. Une entreprise détient d'autant plus d'actifs liquides qu'elle dispose de cash flow élevés, qu'elle est peu endettée – et que sa dette est plutôt à maturité supérieure à un an, qu'elle paie un taux d'intérêt peu élevé, qu'elle est petite, qu'elle investit peu, qu'elle a un q de Tobin élevé, qu'elle a un bilan peu liquide et qu'elle ne verse pas de dividendes. Les deux premières colonnes du tableau décrivent les prédictions à propos des signes des coefficients de chacune des deux théories présentées à la section I. On retrouve, comme dans les études antérieures, certains coefficients plaidant en faveur de la théorie de l'arbitrage et d'autres en faveur de la théorie de l'enracinement. Nos résultats sont cohérents avec les résultats précédents (voir par exemple Opler *et al.* [1999] ou Ozkan et Ozkan [2004]). Nous utilisons ces résultats pour prédire le niveau « normal » de détention d'actifs liquides de chaque entreprise, et donc identifier les entreprises détenant une quantité excessive d'actifs liquides, plutôt que de procéder à diverses estimations du modèle ci-dessous pour discuter de la pertinence des théories explicatives.

Tableau 3. Déterminants de la détention d'actifs liquides –
Modèle dynamique, system-GMM en deux étapes¹

Variable expliquée :	Th. de l'arbitrage	Th. de l'enracinement	Coefficient	(Écart type)
CASH				
L_CASH	?	?	0,377***	(0,019)
CASH_FLOW	–	+	0,034***	(0,009)
VAR_CF	+	–	0,003	(0,002)
TOTDEBT	–	–	– 0,145***	(0,016)
LTDEBT	+	–	0,029***	(0,010)
INT_RATE	–	–	– 0,056***	(0,008)
SIZE	–	+	– 0,007**	(0,003)
CAPEX	–	–	– 0,207***	(0,012)
TOB_Q	–	+	0,010***	(0,001)
LIQUI	–	–	– 0,548***	(0,031)
DIV (fréq.)	–	–	– 0,003	(0,006)
Constante	?	?	0,304***	(0,056)
Nb. obs			20648	
AR-1			$z = -17,06$ (P-value = 0,000)	
AR-2			$z = 1,11$ (P-value = 0,267)	
Statistique de Hansen			P-value = 0,337	

Seuils de significativité : * : 10 %, ** : 5 %, *** : 1 %. Application de la correction de Windmeijer [2005] pour obtenir des estimateurs GMM en deux étapes robustes. Les tests d'Arellano et Bond (1991) d'autocorrélation des différences premières des résidus valident la spécification du modèle : l'hypothèse d'absence d'autocorrélation au second ordre des résidus n'est pas rejetée. L'hypothèse nulle du test de Sargan-Hansen n'est pas rejetée.

1. L'estimation du modèle en une étape permet d'obtenir des coefficients proches, toutefois l'hypothèse nulle du test de Sargan-Hansen est rejetée.

LES ENTREPRISES QUI DÉTIENNENT BEAUCOUP D'ACTIFS LIQUIDES SONT-ELLES MOINS PERFORMANTES QUE LES AUTRES ?

Constitution des groupes d'entreprises et stratégie d'estimation

Nous fixons arbitrairement un seuil de détention d'actifs liquides au-delà duquel les entreprises sont supposées détenir trop d'actifs liquides. Ce seuil est fixé au niveau « cible » tel qu'estimé précédemment, augmenté d'un écart type. La variable EXC_CASH est égale à 1 pour les entreprises qui sont au-dessus du seuil, et à 0 pour les autres. Suivant la même logique, nous définissons la variable indicatrice $SOUS_PERF$, égale à 1 lorsque l'entreprise réalise une performance – mesurée par son taux de rentabilité brute – inférieure à la performance annuelle moyenne du secteur moins un écart type, et 0 sinon. Nous projetons d'utiliser la variable EXC_CASH comme variable expliquée de la variable $SOUS_PERF$, pour étudier l'existence d'un lien entre ces deux variables.

Plusieurs problèmes empiriques apparaissent. Tout d'abord, la variable expliquée ($SOUS_PERF$) est binaire. Ensuite, on peut supposer que EXC_CASH et $SOUS_PERF$ sont déterminées simultanément par les mêmes facteurs, observables ou inobservables, rassemblés dans le vecteur \mathbf{X} . Parmi les facteurs observables susceptibles d'influencer les deux variables, on retrouve bien évidemment les variables définies plus haut. De plus, comme la variable EXC_CASH intervient dans le membre de droite de l'équation de performance, les équations ne sont pas indépendantes.

Ainsi, le modèle estimé est de la forme :

$$\begin{cases} EXC_CASH_{i,t} = f(\alpha_2 + \mathbf{X}_{i,t} \boldsymbol{\beta}_2 + \varepsilon_{i,t}) & (1) \\ SOUS_PERF_{i,t} = f(\alpha_1 + \mathbf{X}_{i,t} \boldsymbol{\beta}_1 + \gamma_1 EXC_CASH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}) & (2) \end{cases}$$

Pour dépasser ces problèmes, il est nécessaire d'estimer un modèle à équations simultanées, plus précisément un modèle probit bivarié récursif, pour tenir compte à la fois de la nature qualitative des variables expliquées et des liens entre les deux variables.

Résultats

Un test du ratio de vraisemblance confirme à 1 % la non-indépendance des deux équations, ce qui conforte notre stratégie d'estimation. EXC_CASH est la variable expliquée de la première équation (*cf.* tableau 4), et les variables explicatives étant les variables précédemment définies. Nous obtenons des signes cohérents avec les estimations précédentes, à l'exception des variables $CASH_FLOW$, $LTDEBT$ et $LIQU$. Ces différences s'expliquent par le changement de méthode d'estimation, nous estimons ici l'influence des variables sur la probabilité que l'entreprise détienne des actifs liquides en grande quantité, et non les déterminants de la détention d'actifs liquides.

$SOUS_PERF$ est la variable expliquée de la seconde équation. Les variables expliquées sont, d'une part, celles incluses dans la première équation et,

d'autre part, EXC_CASH. On constate que la probabilité d'une mauvaise performance augmente avec le taux d'endettement, le taux d'intérêt payé par l'entreprise et le q de Tobin et diminue avec les cash flow, leur variabilité, la taille de l'entreprise, la liquidité de son bilan et le versement de dividendes. Ces résultats sont pour l'essentiel conformes à la théorie financière classique et à l'intuition.

Tableau 4. *Détention d'actifs liquides et performance de l'entreprise – Probit bivarié récursif*

Variable	Coefficient	(Écart type)
Première équation (variable expliquée : EXC_CASH)		
CASH_FLOW	- 0,458***	(0,055)
VAR_CF	- 0,007	(0,013)
TOTDEBT	- 0,281***	(0,102)
LTDEBT	- 0,230***	(0,075)
INT_RATE	- 0,228***	(0,067)
SIZE	- 0,010	(0,010)
CAPEX	- 1,574***	(0,165)
TOB_Q	0,035***	(0,004)
LIQUI	2,047***	(0,164)
DIV (fréq.)	- 0,290**	(0,039)
Constante	- 0,551	(0,401)
Seconde équation (variable expliquée : SOUS_PERF)		
EXC_CASH	0,632***	(0,093)
CASH_FLOW	- 0,026*	(0,015)
VAR_CF	- 0,053*	(0,032)
TOTDEBT	0,428***	(0,089)
LTDEBT	- 0,038	(0,070)
INT_RATE	0,245**	(0,062)
SIZE	- 0,169***	(0,010)
CAPEX	- 0,946***	(0,154)
TOB_Q	0,016***	(0,005)
LIQUI	- 3,169***	(0,209)
DIV (fréq.)	- 0,706***	(0,044)
Constante	2,051***	(0,328)
Nb. obs	24 970	
ρ	- 0,328	(0,045)
Test de $\rho = 0$	$\chi^2(1) = 16,93$	P-value = 0,000

Seuils de significativité : * : 10 %, ** : 5 %, *** : 1 %. La matrice de variance-covariances tient compte de la dépendance des observations relatives à une même entreprise. Des variables indicatrices sectorielles et temporelles ont été intégrées à la régression.

Plus intéressant est le signe du coefficient associé à la variable *EXC_CASH* dans la seconde équation. Le coefficient est positif et significativement différent de 0 au seuil de 1 %. En d'autres termes, les entreprises détenant un montant excessif d'actifs liquides ont une probabilité plus élevée de réaliser une performance inférieure à celle d'entreprises *comparables* détenant moins d'actifs liquides. Ce résultat est clairement en faveur de la thèse de l'enracinement des dirigeants, ce qui va à l'encontre des résultats de Oper *et al.* [1999], mais confirme ceux de Dittmar *et al* [2003] ou de Ferreira et Vilela [2004].

Nous avons réalisé plusieurs vérifications, pour invalider les interprétations alternatives qui pourraient expliquer nos résultats. On pourrait en effet penser que les entreprises accumulent des actifs liquides précisément parce qu'elles anticipent des résultats médiocres dans le futur ou parce qu'elles font face à une absence d'opportunités d'investissement. Un lien pourrait donc exister entre détention d'actifs liquides et mauvaise performance, sans pour autant que le dirigeant n'ait la volonté d'utiliser à son profit une partie des actifs de l'entreprise.

Deux éléments plaident en défaveur de cette interprétation : nous avons défini la détention d'actifs liquides et la mauvaise performance d'une entreprise *relativement aux entreprises du même secteur, pour une année donnée*. Ainsi, la composition du groupe d'entreprises détenant trop d'actifs liquides ne fait apparaître de représentation excessive ni d'un pays, ni d'un secteur, ni d'une année. Ce qui contredit l'idée que certaines entreprises, opérant dans des secteurs cycliques ou matures, accumulent des actifs liquides pour se prévenir contre des difficultés anticipées. De plus, la détention moyenne d'actifs liquides par les entreprises est dynamique (voir tableau 3) et le coefficient est positif, ce qui contredit encore une fois l'idée d'ajustements de la détention d'actifs liquides en fonction de la conjoncture anticipée.

En ce qui concerne les opportunités d'investissement, nous contrôlons par la variable *TOB_Q* présente dans la première équation du modèle probit bivarié récursif (tableau 4). Le *q* de Tobin, rapport de la valorisation boursière de l'entreprise par rapport à sa valeur comptable, constitue la variable *proxy* habituelle pour mesurer l'existence et l'ampleur des opportunités de croissance. L'effet de *EXC_CASH* sur *SOUS_PERF* est donc à interpréter « à opportunités d'investissement égales ». Par ailleurs, le coefficient associé à *TOB_Q* est positif et significatif à 1 %, ce qui signifie que l'abondance des liquidités n'est pas corrélée avec l'absence d'opportunités de croissance, bien au contraire.

Robustesse des résultats

Plusieurs tests de robustesse ont été effectués. Nous avons tout d'abord utilisé des méthodes alternatives pour construire l'échantillon d'entreprises détenant des actifs liquides en excès. Nous avons ainsi redéfini l'échantillon d'entreprises qui détiennent trop d'actifs liquides comme les entreprises :

- qui sont au-delà du niveau normal d'actifs liquides plus deux écart type (la corrélation entre actifs liquides en excès et mauvaise performance est amplifiée, puisque le coefficient de la variable *EXC_CASH* passe de 0,632 à 0,761, toujours significatif à 1 %),

- qui détiennent plus d'actifs liquides que la moyenne des entreprises appartenant au même secteur la même année plus un ou deux écarts-type (la

corrélation demeure, bien qu'elle soit moins évidente : pour un écart type : coefficient de la variable *EXC_CASH* : 0,258, significatif à 10 %, pour deux écarts-type : 0,354, significatif à 5 %).

Par ailleurs, nous avons procédé à des rééchantillonnages pour s'assurer de l'indépendance de nos résultats à la présence de quelques points aberrants. Nous avons ainsi procédé à des estimations sur des sous-échantillons dont étaient exclues successivement les entreprises dont le chiffre d'affaires, le total de bilan ou la détention d'actifs liquides se situaient dans les 2 et 5 % extrêmes de la distribution. Tous les résultats présentés ci-dessus demeurent.

CONCLUSION

On s'intéresse, dans cet article, aux motifs réels de détention d'actifs liquides par les entreprises. Pour cela, sur la base d'un échantillon de 4 515 entreprises durant la période 1989-2002, nous étudions les conséquences en termes de performances d'une détention d'actifs liquides « supérieure à la normale ». Après avoir estimé le niveau « cible » de détention d'actifs liquides à l'aide d'un modèle de panel dynamique, nous séparons les entreprises selon leur niveau de détention d'actifs liquides. Grâce à un modèle probit bivarié récursif, nos résultats montrent que la performance des entreprises détenant plus d'actifs liquides que la « normale » est inférieure à la performance des entreprises comparables. L'explication de ce phénomène en termes de gestion optimale de trésorerie ne nous paraît pas pertinente, puisque la détention « excessive » d'actifs liquides, tout comme la performance, sont définies de manière relative (à une année et à un secteur). Nos résultats plaident donc en faveur de la thèse de l'enracinement des dirigeants : une détention excessive d'actifs liquides par les entreprises est le signe d'un contrôle insuffisant ou défaillant du dirigeant par les actionnaires.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ARELLANO M. et BOVER O. [1995], « Another look at the instrumental variable estimation of error-components model », *Journal of Econometrics*, 68, p. 29-51.
- BELTZ J. C. et FRANK M. [1996], « Risk and Corporate Holdings of Highly Liquid Assets », *Working Paper*.
- BLANCHARD O., LOPEZ DE SILANES F. et SHLEIFER A. [1994], « What do firms do with cash windfalls? », *Journal of Financial Economics*, 36 (3), p. 337-360.
- BLUNDELL R. et BOND S. [1998], « Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models », *Journal of Econometrics*, 87, p. 115-143.
- DELOOF M. [2000], « Belgian Intragroup Relations and the Determinants of Corporate Liquid Reserves », *European Financial Management*, 7 (3), p. 375-392.
- BUREAU VAN DIJK [2003], *Osiris User Guide*, Paris, Bureau van Dijk Publications.
- DITTMAR A., MAHRT-SMITH J. et SERVAES H. [2003], « International corporate governance and corporate cash holdings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), p. 111-133.
- D'MELLO R., KRISHNASWAMI S. et LARKIN P. J. [2004], « Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Spin-offs », *Working Paper*.

- FAMA E. F. et FRENCH K. R. [1997], « Industry Costs of Equity », *Journal of Financial Economics*, 43 (2), p. 153-193.
- FERREIRA M. A. et VILELA A. S. [2004], « Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries », *European Financial Management*, 10 (2), p. 295-319.
- HARFORD J. [1999], « Corporate cash reserves and acquisitions », *Journal of Finance*, 54 (6), p. 1969-1997.
- HARFORD J. et HAUSHALTER X. [2003], « Cash-flow Shocks, Investment, and Financial Constraint: Evidence from a Natural Experiment », *Working Paper*.
- JENSEN M. [1986], « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, 76 (2), p. 323-329.
- KIM C.-S., MAUER D. C. et SHERMAN A. E. [1998], « The determinants of corporate liquidity: theory and evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (3), p. 335-359.
- KUSNADI Y. [2005], « Corporate Governance Mechanisms and Corporate Cash Holdings », *Working Paper*.
- MYERS S. C. [1984], « The capital structure puzzle », *Journal of Finance*, 39 (3), p. 575-592.
- MYERS S. C. et MAJLUF N. S. [1984], « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, 13 (2), p. 187-221.
- OPLER T., PINKOWITZ L., STULZ R. et WILLIAMSON R. [1999], « The determinants and implications of corporate cash holdings », *Journal of Financial Economics*, 52 (1), p. 3-46.
- OZKAN A. et OZKAN N. [2004], « Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies », *Journal of Banking and Finance*, 28 (9), 2103-2134.
- PINKOWITZ L., STULZ R. M. et WILLIAMSON R. [2004], « Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? », *NBER Working Paper 10188*.
- SHLEIFER A. et VISHNY R.W. [1997], « Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, 52 (2), p. 737-783.
- TOBIN J. [1956], « The interest elasticity of transactions demand for cash », *Review of Economics and Statistics*, 38 (3), p. 241-247.
- WINDMEIJER F. [2005], « A finite sample correction for the variance of linear two-step GMM estimators », *Journal of Econometrics*, 126 (1), p. 25-51.