



HAL
open science

Les déterminants financiers des cessions-bail

Jacques Sarremejeanne

► **To cite this version:**

Jacques Sarremejeanne. Les déterminants financiers des cessions-bail. Comptabilités, économie et société, May 2011, Montpellier, France. pp.cd-rom. hal-00650571

HAL Id: hal-00650571

<https://hal.science/hal-00650571v1>

Submitted on 10 Dec 2011

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.

Les déterminants financiers des cessions-bail

Jacques Sarremejeanne
jsarremejeanne@misticsoftware.com

Résumé

Une cession-bail consiste en la vente d'un bien et sa reprise à bail immédiate par le vendeur; à l'issue de la transaction, les parties sont alors liées par un contrat de location-acquisition ou de location-exploitation. La lecture des annonces de cessions-bail montre des objectifs économiques tels que réduire certaines formes d'endettement ou réaliser des opportunités de croissance. Par ailleurs, les conclusions de la littérature empirique, relative aux effets des cessions-bail sur la richesse des actionnaires des vendeurs-preneurs offre d'autres perspectives explicatives telles que la réalisation de gains fiscaux ou la réduction de coûts de faillite. L'objectif de cette étude est d'identifier quels sont les déterminants financiers des cessions-bail et de porter un éclairage sur les motivations financières de ces transactions. Conformément à certaines hypothèses la réalisation de cessions-bail semble positivement déterminée par les coûts de détresse financière des vendeurs-preneurs, leur manque de liquidités et leur risque d'exploitation. Par contre, contrairement à d'autres, elles apparaissent négativement déterminées par les opportunités de croissance des vendeurs-preneurs et ne semblent pas influencées par leur niveau d'imposition.

Introduction

Régulièrement la presse d'affaires annonce des cessions-bail se chiffrant en dizaines, voire centaines de millions de dollars ou d'euros. « Une transaction de cession-bail est une opération de cession d'un actif pour le reprendre à bail » (paragraphe 58, IAS 17). Cette transaction implique un vendeur-preneur initialement propriétaire du bien qui en devient locataire, et un acheteur-bailleur qui acquiert le bien, en assure le financement, et le laisse à la disposition de l'ancien propriétaire moyennant un loyer. À l'issue de la transaction les parties sont alors liées par un contrat de location simple, ou un contrat de location-financement. Si une cession-bail ne

modifie pas les ressources d'actifs à long terme dont bénéficie un vendeur-preneur, elle traduit un choix en matière de mode de financement de ces actifs. L'objectif de cette étude est d'identifier les déterminants financiers des cessions-bail, alors que dans plusieurs articles empiriques, la littérature relative aux cessions-bail montre une association entre des annonces de cessions-bail et des rendements anormaux, pour les actions des vendeurs-preneurs. Ces transactions sont donc susceptibles d'avoir une influence sur la valeur du vendeur-preneur. Si les rendements anormaux montrés sont positifs pour la majorité des transactions, dans de nombreux cas ils sont négatifs, indiquant qu'une cession-bail peut être plus ou moins créatrice de valeur.

L'étude porte sur un échantillon de 287 entreprises canadiennes, cotées à la bourse de Toronto sur le TSX (Toronto Stock Exchange), et constituant un panel complet de données sur six années (2000-2005). Elles représentent 1722 observations, dont 83 avec cessions-bail.

Les résultats montrent que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur, et à la valeur absolue de son bêta modifié. Ils montrent que cette probabilité est négativement associée au ratio de liquidité du vendeur-preneur, ainsi qu'à son ratio de la valeur marchande de ses actifs sur leur valeur comptable. Les cessions-bail semblent donc déterminées par les coûts de détresse financière des vendeurs-preneurs, leur risque d'exploitation, leur manque de liquidités et d'opportunités de croissance. Ces transactions n'apparaissent pas influencées par le contexte fiscal canadien.

Cette étude est la première à mettre en évidence les déterminants financiers des cessions-bail. Elle contribue à la littérature sur les déterminants du choix d'un mode de financement, et propose aux décideurs financiers des entreprises et aux investisseurs, un ensemble de critères à considérer, avant de recourir à une cession-bail et pour la comprendre par la suite. Elle offre des pistes

d'amélioration pour la communication des dirigeants des vendeurs-preneurs, lorsqu'ils souhaitent s'exprimer sur les déterminants de leur choix.

La première partie présente les conclusions de la littérature empirique relative aux cessions-bail, la seconde partie développe les hypothèses de recherche, en fonction des caractéristiques financières des cessions-bail et des théories relatives aux choix d'un mode de financement. Avant la conclusion, la troisième partie présente la méthodologie et la quatrième les résultats et leur analyse.

1. Revue de la littérature empirique relative aux cessions-bail

Plusieurs articles empiriques¹ relatifs aux cessions-bail présentent les résultats d'études évènementielles qui s'inscrivent essentiellement dans le cadre de la théorie statique de la structure de capital. Ils montrent que les annonces de cessions-bail sont associées à des rendements anormaux pour les actionnaires des vendeurs-preneurs, donc que ces transactions ont potentiellement une influence sur la valeur du vendeur-preneur. Conformément aux implications de la théorie statique de la structure de capital, ces rendements anormaux apparaissent comme positivement associés aux coûts de détresse financière du vendeur-preneur et négativement associés à son niveau d'imposition.

1.1. Fiscalité et cessions-bail

La théorie statique de la structure de capital a été dominée par la recherche d'une structure optimale de capital entre capitaux propres et endettement (Shyam-Sunder et Myers 1999). Elle prédit que les entreprises cherchent à s'endetter pour bénéficier d'avantages fiscaux associés aux

¹ Par exemple : Rutherford (1990), Slovin *et al.* (1990), Rutherford (1992), Alvaay *et al.* (1995), Moyer et Krishnan (1995), Ezzell et Vora (2001), Devaney et Lizieri (2004), Fisher (2004) et Grönlund *et al.* (2004).

dettes et attribue à la variable fiscale un rôle déterminant dans le choix de recourir à un mode de financement.

Dans un contexte où les amortissements d'actifs immobilisés, les intérêts financiers payés sur les emprunts, et les loyers payés sont fiscalement déductibles, ces déductibilités constituent des avantages fiscaux. Lorsqu'un bien est loué, l'avantage fiscal de la déductibilité des amortissements et des intérêts revient au propriétaire du bien, alors que l'avantage fiscal de la déductibilité des loyers revient au locataire du bien. Dans un tel contexte, la littérature propose un ensemble hétérogène de conditions fiscales (différentiels de taux d'imposition entre preneurs et bailleurs, subventions à l'investissement, amortissements accélérés) théoriquement susceptibles de rendre la location fiscalement avantageuse par rapport à l'endettement, pour les entreprises plus faiblement imposées littérature (Lewellen et *al.* 1976 ; Miller et Upton 1976 ; Myers et *al.* 1976).

Conformément à cette conclusion, plusieurs études empiriques (Graham et *al.* 1998 ; Kang et Long, 2001 ; Duke *et al.*, 2002), utilisant des échantillons de tailles différentes, des méthodologies différentes et des mesures différentes du taux d'imposition, montrent effectivement une association négative entre le taux d'imposition des sociétés et leur recours à la location, les entreprises avec un taux d'imposition plus bas ayant tendance à recourir davantage à la location.

En matière de cession-bail, dans la mesure où cette transaction aboutit à la mise en place d'un contrat de location, plusieurs études empiriques font l'hypothèse et montrent une association négative entre le recours aux cessions-bail et les taux d'imposition des vendeurs-preneurs. Les rendements anormaux qu'elles estiment lors d'annonces de cessions-bail sont inversement

associés aux taux d'imposition des vendeurs preneurs, autrement dit, il est montré que la valeur créée par ces transactions est négativement associée aux taux d'imposition des vendeurs-preneurs (Alvayay *et al.*, 1995 ; Ezzell et Vora, 2001 ; Fisher, 2004). De plus, l'analyse comparative de Moyer et Krishnan (1995) montre que les entreprises de production d'électricité, qui ont réalisé des cessions-bail, ont un taux moyen d'imposition (25,3%) significativement plus faible que celui du secteur industriel des usines de production d'électricité (34,8%). Enfin, ils remarquent que les transactions sont regroupées autour de la date d'entrée en vigueur de la loi fiscale américaine TRA 86², soit entre 1985 et le début de 1987, soulignant ainsi le rôle du contexte fiscal et de son évolution dans le choix de faire une cession-bail.

1.2. Détresse financière et cessions-bail

Si la théorie statique de la structure de capital prédit que les entreprises s'endettent pour bénéficier d'avantages fiscaux associés aux dettes, cette théorie souligne qu'elles doivent limiter cet endettement dont l'accroissement s'accompagne d'un risque grandissant d'avoir à assumer des coûts de détresse financière. Ce risque est associé aux paiements fixes et obligatoires des dettes, qui ne caractérisent pas les dividendes, et au droit des créanciers d'engager une procédure pouvant aboutir à la faillite dont ne bénéficient pas les actionnaires. Un risque de détresse financière, soit d'insuffisance des liquidités nécessaires aux paiements des échéances, est donc associé à la dette ; il est plus important que celui associé aux dividendes dont le paiement reste une décision des dirigeants de l'entreprise. Aux circonstances de détresse financière sont associés des coûts improductifs, constitués par exemple de la rémunération de la prise en charge de

² TRA 86 prévoyait un allongement de la période d'amortissement des immeubles, une réduction du taux marginal d'imposition des bénéfices ordinaires, un accroissement du taux marginal d'imposition des plus-values à long terme

l'entreprise par un système légal (avocats, experts, tribunaux), du temps consacré par le personnel de l'entreprise et ses dirigeants à la gestion de la situation de faillite, et du recours contraint à des choix non optimaux et l'augmentation des coûts de financement représentent des coûts indirects. Effectivement, avec un échantillon de 18 000 entreprises, Graham *et al.* (1998) montrent que les coûts de détresse financière augmentent avec le niveau d'endettement.

Le recours à la location est susceptible de réduire ces coûts. En effet, « *en cas de défaut de paiement du preneur, il est plus simple pour le bailleur de reprendre possession physique de son bien, avant ou après la déclaration de faillite, que pour un créancier garanti d'acquérir l'actif gagé.* »³ (Smith *et al.* 1985, p. 899). Le droit de propriété, dont continue de bénéficier le bailleur, est moins risqué que la garantie des créanciers portant sur un bien, eu égard par exemple, à leur traitement par le droit des faillites aux États-Unis. En conséquence, la location devrait être plutôt utilisée par les entreprises plus risquées et moins bien établies pour lesquelles la location serait moins coûteuse que la dette. Krishnan et Moyer (1994) montrent que les entreprises qui louent réalisent de moins bonnes performances économiques et sont plus risquées. Duke *et al.* (2002) montre une association positive et significative entre le recours à la location-exploitation et le taux d'endettement, ce dernier constituant une mesure des coûts de détresse financière.

En matière de cession-bail, dans la mesure où cette transaction aboutit à la mise en place d'un contrat de location, on peut faire l'hypothèse d'une association positive entre le recours aux cessions-bail et le coût de détresse financière des vendeurs-preneurs. Ezzell et Vora (2001) montrent une association positive entre les coûts de détresse financière des vendeurs-preneurs et leurs rendements anormaux estimés lors d'annonces de cessions-bail, Fisher (2004) montre aussi

³ Traduction de l'auteur.

une association positive mais non significative. Avec leur analyse comparative, Moyer et Krishnan (1995) montrent que dans le secteur des usines de production d'électricité, les entreprises qui ont effectué des cessions-bail, comparativement à celles du même secteur qui n'en n'ont pas effectué, sont évaluées par Value Line comme plus risquées et (Safety Rank moyen de 3 pour le groupe des entreprises ayant fait une cession-bail, comparativement à 2 pour le secteur), et moins fortes financièrement (côte de B pour le groupe de entreprises ayant fait une cession-bail, comparativement à B++ pour le secteur).

2. Caractéristiques financières des cessions-bail et théories financières du choix d'un mode de financement

Cinq hypothèses relatives aux déterminants du choix de recourir à une cession-bail, sont proposées, elles découlent des conclusions de la littérature empiriques sur les cessions-bail, des théories relatives au choix d'un mode de financement, et de l'analyse des caractéristiques financières d'une cession-bail.

De part leur nature, les cessions-bail constituent pour le vendeur-preneur une forme d'endettement fortement garanti, à long terme et obtenu hors des marchés financiers. La forte garantie provient de l'actif qui est l'objet de la cession et dont l'acheteur-bailleur devient propriétaire, en contrepartie du prix payé ; la longue échéance est déterminée par la durée d'utilisation prévue du bien, prise en compte à travers les différentes clauses du bail mis en place dans le cadre de la transaction ; les fonds sont fournis par l'acheteur-bailleur et dépendent de la valeur de marché du bien cédé.

Le choix de recourir à une cession-bail implique que les dirigeants du vendeur-preneur, qui ont pris la décision d'effectuer une transaction d'endettement caractérisée par sa forte garantie et son

long terme, recherchent l'avantage économique associé à cette forme d'endettement et ses caractéristiques. Cet avantage économique est le moindre coût d'emprunt d'une cession-bail, comparé au coût de toute autre forme d'endettement, qu'il s'agisse d'un emprunt obligataire ou d'un emprunt bancaire. Le coût « d'emprunt » d'une cession-bail est constitué des coûts transactionnels que doit assumer le vendeur-preneur pour réaliser la transaction, et du taux d'intérêt implicite au bail mis en place ; de la même manière, le coût de toute autre forme d'endettement est constitué de coûts transactionnels assumés par l'emprunteur, et du taux d'intérêt demandé par les créanciers. Dans cette perspective, chacune des hypothèses établit un lien entre l'avantage économique de réaliser une cession-bail et un déterminant.

2.1. Hypothèse des coûts de détresse financière

La théorie statique de la structure de capital propose que si dans certains contextes fiscaux les entreprises ont un avantage économique à s'endetter, au-delà d'un certain seuil d'endettement, elles doivent assumer des coûts de détresse financière liés au risque de ne pouvoir effectuer des décaissements prévus à échéances préétablies.

Dans la mesure où une cession-bail transfère au créancier la propriété d'un bien, elle offre une très forte garantie en cas de faillite du locataire, le droit de propriété étant plus fort que toute autre forme de garantie (Smith *et al.*, 1985), et représente le mode de financement le moins risqué possible pour un créancier. La garantie constituée par le titre de propriété diminue l'espérance des coûts improductifs d'insolvabilité ou de faillite associés à une dette, à travers deux mécanismes : d'une part, le droit des créanciers est clairement défini par le titre de propriété et le contrat de location, aucun coût improductif ne doit être engagé pour l'établir ou le faire respecter; d'autre

part, le bien ne peut être vendu pour couvrir d'éventuelles créances d'honoraires, prioritaires sur les créances garanties, et associées à la gestion de toute situation d'insolvabilité ou de faillite.

De plus, les liquidités dégagées par la cession, qui reviennent au vendeur-preneur, sont obtenues hors des marchés financiers et dépendent directement de la valeur marchande du bien cédé, plutôt que de la qualité du crédit du vendeur-preneur.

En situation de fort endettement, lorsque l'espérance des coûts d'insolvabilité ou de faillite du vendeur-preneur est importante et que sa qualité de crédit est diminuée, le coût de toute nouvelle dette devient prohibitif. Dans ces conditions, recourir à une cession-bail peut permettre d'accéder au financement nécessaire à de moindres coûts : soit pour éviter une situation d'insolvabilité ou de faillite et les coûts improductifs qui lui sont associés, soit pour en diminuer ces coûts si elle doit advenir. Les liquidités ainsi obtenues peuvent servir, par exemple : à effectuer les investissements nécessaires à l'augmentation de la productivité des installations, et ultérieurement à l'amélioration de la situation financière ; à rembourser certaines dettes venues à échéance, dont le coût de renouvellement serait devenu exorbitant, et accroître ainsi l'échéancier de la dette pour mieux le synchroniser avec celui des actifs.

Empiriquement, il a été constaté que les entreprises qui ont recours à la location (Krishnan et Moyer, 1994; Duke *et al.*, 2002) ou aux cessions-bail (Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004) ont un plus fort potentiel de détresse financière, et que les entreprises qui font des cessions-bail sont plus proches d'une situation de détresse financière que celles qui ont recours à la location directement (Ezzell et Vora, 2001).

De plus, les cessions-bail allongent l'échéancier de la dette, allongement recherché lorsque la cotation de la dette et la qualité d'une entreprise diminue ou lorsque son risque de trésorerie augmente (Flannery, 1986; Diamond, 1991; Guedes et Opler, 1996; Stohs et Mauer, 1996).

En conclusion, dans une situation de détresse financière résultant d'un niveau d'endettement élevé, une cession-bail pourrait constituer un mode de financement particulièrement adapté en termes de garantie, d'échéance et de coût, comparativement à toute autre forme de financement externe dont les coûts de détresse financière seraient plus élevés.

On peut donc formuler une première hypothèse alternative, selon laquelle :

H_1 : L'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé aux coûts de détresse financière du vendeur-preneur.

2.2. Hypothèse des opportunités de croissance

La théorie de l'agence propose un ensemble de coûts induits par des politiques d'investissement non optimales et associés à la structure de financement d'une entreprise. D'une part, il s'agit des coûts de sous-investissement (Myers, 1977) et des coûts de substitution d'actifs (Smith et Warner, 1979) associés aux dettes et conflits d'intérêts entre créanciers et actionnaires. D'autre part, il s'agit de coûts de surinvestissement associés aux investissements d'excédents de trésorerie dans des projets à rendement négatif et conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires (Jensen, 1986).

Myers (1977) rappelle que la valeur d'une entreprise est constituée d'actifs en place et d'actifs pas encore en place qui représentent des opportunités de croissance future, et que la plupart des

entreprises sont évaluées sur la base d'une continuité de leur exploitation, leur valeur reflétant l'espérance d'investissements futurs. Il montre qu'une firme endettée qui agit dans l'intérêt de ses actionnaires, ne suivra pas les mêmes règles décisionnelles en matière d'investissement, comparativement à une firme qui émet de la dette peu risquée ou qui n'émet pas de dette. Pour éviter le transfert de richesse de leurs actionnaires vers leurs créanciers, les entreprises qui se financent par un endettement important et donc plus fortement risqué, sont susceptibles de renoncer à des investissements à valeur actuelle nette positive qui seraient néanmoins créateurs de valeur, adoptant ainsi un comportement de sous-investissement (Myers, 1977). Les coûts de sous-investissements apparaissent donc intrinsèques aux opportunités de croissance et à leur financement par dette risquée, ils sont moins susceptibles d'être associés aux actifs en place. D'une autre manière, pour transférer de la richesse de leurs créanciers vers leurs actionnaires, les entreprises peuvent remplacer des actifs peu risqués par des actifs plus risqués (Barclay et Smith, 1995b). Les créanciers d'une entreprise sont particulièrement exposés à ce type de risque, lorsque des dettes de l'entreprise sont destinées à financer des opportunités de croissance. Dans cette situation, la contrepartie de ces dettes est constituée d'actifs liquides susceptibles d'être transformés en actifs plus ou moins risqués. Comme les coûts de sous-investissement, les coûts de substitution d'actifs sont donc intrinsèques aux opportunités de croissance et à leur financement par dettes risquées. Les actifs en place restent susceptibles de faire l'objet de substitution d'actifs, mais plus difficilement que pour les opportunités de croissance, et probablement à un coût bien supérieur, d'autant plus que ces risques de substitutions peuvent être contrôlés par un ensemble de clauses restrictives de financement dans les contrats de dettes en place.

Les risques de sous-investissement et de substitution d'actifs apparaissent donc essentiellement inhérents aux opportunités de croissance d'une entreprise, et leurs coûts à leur financement par endettement. En l'absence d'opportunités de croissance, les risques de sous-investissement et de substitution d'actifs devraient être faibles, voire inexistantes.

La littérature propose plusieurs moyens de réduire les coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs : la réduction de l'endettement dans la structure de capital (Hovakimian *et al.*, 2001), les clauses restrictives de financement (Smith et Warner, 1979), la réduction de l'échéance de la dette (Myers, 1977), la préservation du droit de financer de nouveaux investissements par des dettes fortement garanties ou la location (Stulz et Johnson, 1985).

Par ailleurs, la littérature empirique montre une relation significativement négative entre les opportunités de croissance des entreprises et leur recours à l'endettement. Par exemple, Barclay *et al.*, (2006) et Hovakimian *et al.* (2001, p. 2) arrivent à la conclusion que « *les entreprises devraient utiliser relativement plus de dettes pour financer les actifs en place et relativement plus de capital pour financer les opportunités de croissance* »⁴ ; et de leur côté, Barclay et Smith (1995b) montrent une association positive et significative entre les opportunités de croissance des entreprises et leur recours à la location-acquisition.

Dans la mesure où une cession-bail implique un fournisseur de capitaux qui devient propriétaire d'un actif cédé, en contrepartie duquel il remet un financement au vendeur-preneur, elle représente un financement externe fortement garanti, voire une forme de dette sans risque, et contribue donc à la baisse du niveau d'endettement risqué du vendeur-preneur. Aussi, elle montre que le droit de financer de nouveaux investissements par des dettes fortement garanties ou la

⁴ Traduction de l'auteur.

location est resté maintenu et est exercé. Conformément aux propositions de la littérature (Myers, 1977; Smith et Warner, 1979; Stulz et Johnson, 1985; Hovakimian *et al.*, 2001), une cession-bail serait donc susceptible de réduire les coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs associés aux opportunités de croissance d'un vendeur-preneur.

Cependant, conformément à ces mêmes propositions de la littérature, une cession-bail pourrait avoir un effet contraire sur la réduction des coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs, dans la mesure où il s'agit d'un mode de financement externe à long terme. En effet, pour baisser ces coûts, Myers (1977) propose de réduire l'échéance de la dette et Hovakimian *et al.* (2001) de réduire l'endettement dans la structure de capital. Enfin, cette transaction obère le droit de financer de nouveaux investissements par des dettes fortement garanties ou la location, alors que Stulz et Johnson (1985) suggèrent de le préserver.

En conclusion, selon une perspective d'endettement sans risque, une cession-bail pourrait constituer un moyen de réduire les coûts des risques de sous-investissement et de substitution d'actifs d'un vendeur-preneur associés à ses opportunités de croissance ; par contre, selon une perspective d'endettement à long terme, elle pourrait contribuer à leur augmentation. Si l'avantage de réaliser une cession-bail est donc susceptible d'être associé aux opportunités de croissance du vendeur-preneur, le sens de cette relation pourrait être positif ou négatif.

On peut donc formuler une seconde hypothèse alternative, selon laquelle :

H_{a2} : L'avantage de réaliser une cession-bail est associé aux opportunités de croissance du vendeur-preneur.

2.3. Hypothèse des liquidités disponibles

Une cession-bail représente la vente d'un actif, dont le vendeur-preneur est propriétaire et dont il a assuré le financement dans le passé, par des fonds d'origine interne ou par des fonds d'origine externe. Au moment d'acquérir le bien, le coût d'en devenir propriétaire et de le financer était inférieur au coût de le louer et représentait donc un avantage. Cet avantage n'est pas susceptible d'être remis en question, tant que la capacité d'autofinancement du vendeur-preneur lui permet de poursuivre son activité d'exploitation et d'assurer sa croissance ; autrement dit, tant que les flux de trésorerie générés par son exploitation sont suffisants.

Par contre, lorsque cette capacité n'est plus suffisante, la nécessité d'accéder à un nouveau financement peut remettre en question l'avantage de rester propriétaire d'un bien et de recourir à un nouveau financement, comparativement à devenir locataire de ce bien et disposer de sa valeur marchande ; particulièrement, dans les situations où le vendeur-preneur est déjà fortement endetté ou doit financer des opportunités de croissance. L'insuffisance des flux de trésorerie constitue donc une condition du recours à une cession-bail ; en présence d'une trésorerie suffisante, la question du choix de recourir à une telle transaction n'ayant pas lieu de se poser.

De plus, l'avantage de réaliser une cession-bail pourrait être d'autant plus important que les flux de trésorerie du vendeur-preneur sont insuffisants, et ne lui permettent pas de poursuivre son exploitation ou de réaliser des opportunités de croissance. Une insuffisance de flux de trésorerie qui remet en question la poursuite de l'activité d'un vendeur-preneur marque une dégradation de ses conditions d'exploitation. Cette dégradation s'accompagne d'un accroissement des coûts de détresse financière du vendeur-preneur et implique une réorganisation, nécessaire pour rétablir de bonnes conditions d'exploitation, mais dont le succès reste aléatoire et donc risqué. Une

insuffisance des flux de trésorerie d'un vendeur-preneur pour financer ses opportunités de croissance indique qu'il s'agit d'investissements d'envergure pouvant impliquer une croissance de taille. À ces opportunités de croissance ou investissements futurs, est associé un ensemble de risques d'exploitation et financiers.

Dans ces conditions de risques élevés, tout financement, nécessaire à la réalisation de ces types d'investissement et obtenu sur des marchés financiers incorpore une forte prime de risque et deviendra particulièrement coûteux. Une cession-bail, donnant accès à un financement hors des marchés financiers et fortement garanti par le bien dont l'acheteur-bailleur devient propriétaire, représente un investissement financier peu risqué pour le bailleur de fonds, qui en contrepartie n'a pas à demander de prime de risque élevée.

En conclusion, pour le vendeur-preneur, l'avantage de recourir à une cession-bail pourrait être d'autant plus important qu'est élevée l'insuffisance de ses flux de trésorerie nécessaires à la poursuite de son activité ou à la réalisation de ses opportunités de croissance. Autrement dit, dans la mesure où une insuffisance de flux de trésorerie se traduit par un faible niveau de liquidités disponibles, l'avantage de réaliser une cession-bail est susceptible d'être négativement associé au niveau des liquidités dont dispose le vendeur-preneur.

Une troisième hypothèse alternative peut donc être formulée :

H_{a3} : L'avantage de réaliser une cession-bail est négativement associé au niveau des liquidités à la disposition du vendeur-preneur.

2.4. Hypothèse du risque d'exploitation

Les théories relatives au choix d'un mode de financement proposent un ensemble de risques liés à la structure de financement d'une entreprise. À ces risques encourus par un créancier sont associés les coûts que le débiteur doit assumer en contrepartie, qu'il s'agisse des coûts de détresse financière, de sous-investissement, de substitution d'actifs ou de surinvestissement. Indépendamment de ces coûts et donc de ses choix financiers, une entreprise est soumise à un risque d'exploitation lié à la nature de ses activités économiques, et pour lequel ses créanciers vont exiger une rémunération. Deux phénomènes contribuent à ce risque : le caractère cyclique de l'activité de l'entreprise et le niveau de son levier opérationnel.

Lorsque les revenus d'une entreprise sont cycliques, ils sont soumis à des phases d'expansion, puis à des phases de récession. Pendant les phases d'expansion, l'activité de l'entreprise dégage des flux de trésorerie importants, alors que lors des phases de récession elle dégage de plus faibles flux. Dans ces conditions, elle peut être amenée à ne pas distribuer une partie des flux excédentaires de trésorerie obtenus lors des phases d'expansion, pour financer son activité lors des phases de récession.

Le levier opérationnel représente une deuxième source de risque opérationnel lié à la nature de l'activité d'une entreprise, il est fonction du niveau relatif des coûts fixes de l'entreprise par rapport à ses coûts variables : plus la proportion des coûts fixes est importante plus le levier opérationnel est élevé, et donc le risque d'exploitation. Dans les cas où les coûts fixes d'une entreprise sont élevés, une variation à la hausse des ventes a une influence positive décuplée sur le résultat et les flux de trésorerie, et inversement. Par contre, dans les cas où les coûts fixes d'une entreprise sont faibles, une variation des ventes a une influence plutôt proportionnelle sur le

résultat et les flux de trésorerie. En l'absence de caractère cyclique des revenus d'une entreprise, à lui seul, le levier opérationnel ne constitue pas un risque; par contre, il constitue un facteur aggravant du risque lié au caractère cyclique de l'activité d'une entreprise.

Plusieurs études suggèrent que l'utilisation de dettes garanties pourrait être associée au risque d'exploitation d'une entreprise, dont le risque d'exploitation (Chen *et al.*, 1999). D'un point de vue théorique, le modèle de Scott (1977) montre que les paiements d'intérêts sur la dette garantie sont une fonction croissante de la variance des bénéfices d'une entreprise, celui de Stulz et Johnson (1985) que la valeur d'une dette garantie peut augmenter lorsque l'écart type du rendement de l'actif donné en garantie ou celui des autres actifs de l'entreprise augmente, et celui de Chen *et al.*, (1999) prédit une association concave entre la structure de garantie optimale d'une dette et le risque d'actif. Mesurant le risque d'actif par la volatilité des bénéfices, Chen *et al.*, (1999) font ressortir une association positive entre le niveau de garantie de la dette et cette volatilité.

En conclusion, une cession-bail représentant un mode de financement fortement garanti, sa réalisation peut représenter un avantage d'autant plus important que le risque d'exploitation du vendeur-preneur est élevé.

Une quatrième hypothèse alternative peut donc être formulée :

H_{a4} : L'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé au niveau du risque d'exploitation du vendeur-preneur.

2.5. Hypothèse fiscale

Si une cession-bail s'apparente à un mode de financement par emprunt fortement garanti et à long terme, elle met aussi en place un contrat de location. La littérature montre que la location pourrait avoir ses propres avantages fiscaux par rapport à toute autre forme d'emprunt. Comparativement à l'acquisition d'immobilisations financée par endettement, plusieurs hypothèses théoriques sont proposées par la littérature financière quant à de possibles avantages fiscaux qui seraient associés à la location (Lewellen *et al.*, 1976; Miller et Upton, 1976; Myers *et al.*, 1976). La location serait avantageuse pour des locataires plus faiblement imposés que leurs bailleurs. Dans ces conditions, l'avantage fiscal lié à la déductibilité des amortissements et des intérêts financiers reviendrait pleinement au bailleur, et pourrait être rétrocédé au locataire à travers de plus faibles loyers. Empiriquement (Graham *et al.*, 1998; Kang et Long, 2001; Duke *et al.*, 2002), on constate effectivement que le taux d'imposition semble jouer un rôle explicatif dans le choix entre location et endettement, la location étant associée à de plus faibles taux d'imposition.

En matière de cessions-bail, alors que ces transactions sont susceptibles de donner accès aux avantages fiscaux de la location, plusieurs études empiriques montrent que ces transactions sont d'autant mieux valorisées par les marchés et donc créatrices de valeur, que les taux d'imposition effectifs des vendeurs-preneurs, estimés pour l'exercice précédant la transaction, sont faibles (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004).

On peut donc en conclure que les vendeurs-preneurs des cessions-bail pourraient rechercher les avantages fiscaux liés à la location, et que ces transactions sont négativement associées au niveau d'imposition des vendeurs-preneurs. De plus, les résultats d'une rare étude empirique canadienne

montrent que ce sont plutôt les entreprises avec un faible taux d'imposition marginal qui ont recours à la location (Shanker, 1997).

Dans ces conditions, une cinquième hypothèse alternative peut être formulée :

H_{a5} : L'avantage de réaliser une cession-bail est négativement associé au niveau d'imposition du vendeur-preneur.

3. Méthodologie et échantillon

Le choix du modèle est déterminé par les hypothèses et par la nature des variables observées. Empiriquement, l'avantage de réaliser une cession-bail ne peut être directement observé. Par contre, à la lecture des états financiers d'une compagnie ou de son rapport annuel, il est possible d'observer si une ou plusieurs cessions-bail sont mentionnées et donc réalisées au cours d'un exercice, ou bien si aucune transaction n'est mentionnée et n'a donc été réalisée. Autrement dit, il est possible d'observer si une entreprise (i) est susceptible d'avoir bénéficié de l'avantage associé à une ou plusieurs cessions-bail au cours d'un exercice (t). Dans ce contexte, une variable dépendante y_{it} peut être modélisée et prendre la valeur 1, lorsqu'une ou plusieurs transactions sont mentionnées dans les documents financiers de l'exercice (t) de l'entreprise (i), sinon prendre la valeur 0. Dans le premier cas les avantages associés à la transaction sont recherchés, pas dans le second.

Le modèle empirique utilisé est donc un modèle probit, dont la variable dépendante y_{it} représente la probabilité de réaliser une cession-bail, il incorpore les variables indépendantes issues des

hypothèses et deux variables de contrôle mesurées l'exercice précédent (t-1), et tient compte d'effets spécifiques aux entreprises non observables et pouvant avoir une influence sur la décision de recourir à une cession-bail :

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 TDETTE_{it-1} + \beta_2 VMVC_{it-1} + \beta_3 RLIQ_{it-1} + \beta_4 BETAmo_{it-1} + \beta_5 NIdicho_{it-1} + \beta_6 LOGVM_{it-1} + \beta_7 RIMMO_{it-1} + u_i + v_{it}.$$

Suivant les conclusions de Graham *et al.* (1998), les coûts de détresse financière sont mesurés par le taux d'endettement ($TDETTE_{it-1}$), calculé par le quotient de la dette à long terme sur les capitaux propres. Conformément à plusieurs études⁵, la valeur des opportunités de croissance est mesurée par le ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable ($VMVC_{it-1}$). La valeur de marché des actifs est mesurée par le montant aux livres du total des actifs diminué de celui des capitaux propres auquel est ajouté la valeur de marché des capitaux propres ; la valeur comptable des actifs est mesurée par le montant du total des actifs. Le niveau des liquidités est mesuré par le ratio de liquidité ($RLIQ_{it-1}$) correspondant au quotient des actifs à court terme, sans les stocks sur les dettes à court terme. Le risque d'exploitation ($BETAmo_{it-1}$) est estimé à partir du modèle de Sharpe (1964) et des résultats d'Hamada (1972). Le modèle de Sharpe (1964) propose de mesurer le risque systématique d'un titre par son bêta. Le bêta correspond au quotient de la covariance entre les rendements du titre « i » et celui du portefeuille du marché, sur la

⁵Par exemple : Barclay *et al.* (2006), Flannery et Rangan (2006), Bates (2005), Elyasiani *et al.* (2002), Goyal *et al.* (2002), Graham (1998), Barclay et Smith (1996a et 1996b)

variance du portefeuille de marché. Le risque systématique du vendeur-preneur est donc estimé par son bêta, calculé de la manière suivante :

$$\mathbf{BETA}_{it-1} = \frac{\text{Covariance des rendements (titre, marché)}_{it-1}}{\text{Variance du rendement du marché}_{it-1}}$$

Si le bêta d'une entreprise dépend de son risque d'exploitation, il est aussi positivement influencé par son taux d'endettement (Hamada, 1972). Pour éliminer cette influence, les bêta sont modifiés selon la formule développée par Hamada (1972) (cité dans Damodaran, 2001, p. 204), où le taux d'endettement est le ratio des dettes à long terme sur les capitaux propres et correspond à la variable $TDETTE_{it-1}$:

$$BETAm_{it-1} = BETA_{it-1} * \frac{1}{1 + TDETTE_{it-1}}$$

De plus,

Enfin, le niveau d'imposition est mesuré par une variable dichotomique ($NIDicho_{it-1}$) dont la valeur 1 correspond à un fort taux d'imposition (taux d'imposition effectif supérieur au taux d'imposition moyen effectif de l'échantillon) et la valeur 0 à un faible taux. Le taux d'imposition effectif correspond au rapport entre la charge d'impôt apparaissant à l'état des résultats et le bénéfice avant impôt.

La taille de l'entreprise et le ratio des immobilisations sont introduites dans le modèle, alors que les conclusions de Harris et Raviv (1991) qui présentent un ensemble de résultats d'études

empiriques relatifs aux déterminants de la structure de capital des entreprises montrent que ces semblent avoir une influence sur la structure de capital de l'entreprise, donc sur ses choix en matière de mode de financement, alors qu'aucune théorie ne permet d'interpréter ces résultats. Conformément à plusieurs études empiriques, la taille de l'entreprise (LOGVM_{it-1})⁶ est mesurée par le logarithme naturel de sa valeur de marché, et le ratio du montant des immobilisations est mesuré par le rapport entre le montant net des immobilisations et celui des actifs (RIMMO_{it-1})⁷ sont incorporés au modèle.

À partir des 1011 entreprises de la base de données Stock Guide, a été sélectionné un échantillon aléatoire de 287 entreprises canadiennes, cotées à la bourse de Toronto sur le TSX et constituant un panel complet sur une période de six exercices (2000-2005). Sur le total de 1011, n'ont pas été retenues 412 entreprises en raison de leur appartenance à des secteurs économiques faisant l'objet de conditions qui leur sont propres, en termes de réglementation, de fiscalité ou de pratiques comptables (secteurs directement liés à l'exploitation des ressources naturelles et services bancaires, financiers, immobiliers et d'assurance), 85 entreprises non cotées à Toronto ou non canadiennes ainsi que 227 entreprises pour données incomplètes.

Les données relatives aux 1722 observations (287 entreprises observées sur 6 ans) sont collectées dans trois bases de données. Les mesures de la variable dépendante sont collectées par la lecture des rapports annuels ou des états financiers des 287 entreprises de l'échantillon, disponibles dans

⁶ Barclay et Smith 1995a, 1995b, Graham *et al.* 1998, Barclay *et al.* 2006

⁷ Harris et Raviv 1991, Barclay *et al.* 2006

Sedar pour les exercices de 2000 à 2005. Les mesures des variables indépendantes proviennent de Stock-Guide et de Datastream pour l'estimation des bêtas modifiés.

Le tableau 3.1 décrit la variable dépendante : sur 287 entreprises, 50 ont divulgué dans leurs états financiers ou leurs rapports annuels, au moins une cession-bail réalisée entre 2000 et 2005, et 237 n'ont divulgué aucune transaction pendant cette période. Les 50 premières entreprises représentent 300 exercices financiers (observations), dont 83 sont avec cession(s)-bail et 217 sans cession-bail ; les 237 entreprises suivantes représentent 1422 exercices financiers (observations) sans cession-bail. Aucune distinction n'est faite entre les situations où une seule cession-bail est faite au cours d'un exercice, et les situations où plusieurs cessions-bail sont faites au cours d'un exercice ; dans les deux cas de figure, il s'agit d'un exercice avec cession-bail.

Tableau 3.1 : description de la variable dépendante

Entreprises observées	Entreprises (i)	Observations (it)		
		Total	Avec CB	Sans CB
Entreprises avec cession(s)-bail	50	300	83	217
Entreprises sans cession-bail	237	1 422	0	1 422
Échantillon	287	1 772	83	1 639

Le taux d'observations positives est de 4,68% correspondant à 83 observations positives sur un total de 1722, ce taux représente la moyenne de la variable dépendante, c'est aussi la probabilité empirique d'observer un exercice avec ce type de transaction dans l'échantillon de 1722 observations.

Le tableau 3.2 répartit les entreprises avec cessions-bail en fonction du nombre d'observations positives qu'elles représentent, par exemple il montre que 35 entreprises ont fait une (ou plusieurs) cession(s)-bail lors d'un seul exercice de la période, alors qu'une entreprise en a fait plusieurs au cours de chacun des six exercices de cette même période.

Tableau 3.2 : répartition des entreprises avec cessions-bail en fonction du nombre d'observations positives

Nombre d'exercices avec cessions-bail	Entreprises	Observations	Cumuls
1	35	35	35
2	6	12	47
3	5	15	62
4	0	0	62
5	3	15	77
6	1	6	83
Total	50	83	

Les entreprises à observations positives multiples, comportant 5 ou 6 exercices avec cessions-bail, représentent 8% de l'effectif des entreprises avec cessions-bail (4/50), mais 25,3% des observations positives (21/83); elles pourraient avoir une influence sur les résultats. Un test de sensibilité sera fait pour apprécier cette influence.

Le tableau 3.3 présente les statistiques descriptives des variables indépendantes.

Tableau 3.3 : statistiques descriptives des variables indépendantes

Variables	Médiane	Moyenne	Écart type
TDETTE	0,24	0,63	1,55
VMVC	1,31	1,90	2,33
RLIQ	1,09	2,14	4,90
BETAmod ⁸	0,35	0,57	0,67
NIdicho	1	0,60	0,49
LOGVM	11,76	12,06	2,05
RIMMO	0,30	0,33	0,23

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

TDETTE = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ = actifs à court terme / dettes à court terme

|BETAmod| = valeur absolue de la covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)

NIdicho = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO = immobilisations nettes / total actif

Le taux d'endettement (TDETTE) médian est de 0,24 et le taux moyen est de 0,63. La valeur de marché de l'actif rapportée à la valeur comptable (VMVC) médiane est de 1,31 et la valeur moyenne de 1,90, ce qui montre qu'en général le marché attribue un potentiel de croissance aux entreprises de l'échantillon. Le ratio de liquidité (RLIQ) médian est de 1,09 et la valeur moyenne de 2,14, traduisant un équilibre recherché par les gestionnaires, d'actifs à court terme supérieurs aux passifs à court terme. La valeur absolue du bêta modifié (|BETAmod|) médian est de 0,35 et

⁸ Parmi les observations du bêta modifié (BETAmod) 310 sont négatives indiquant des fluctuations de valeur des titres inversées comparativement à celles du marché. Pour ces titres, lorsque le marché varie à la hausse, leurs valeurs varient à la baisse, et ce dans une moindre proportion lorsque leur bêta est compris entre 0 et -1, et dans une plus forte proportion lorsque leur bêta est inférieur à -1. Les entreprises dont le bêta est compris entre 0 et -1 sont donc moins risquées que celles dont le bêta est inférieur à -1. Le niveau de risque d'un titre ne se traduit donc pas dans le signe de son bêta, mais à travers la valeur absolue de son bêta. Un titre est moins risqué lorsque la valeur absolue de son bêta est inférieure à 1, et il devient plus risqué lorsque cette valeur absolue dépasse et s'éloigne de 1.

le moyen de 0,57, l'échantillon semble donc globalement moins risqué que l'ensemble des titres cotés au TSX de Toronto. La médiane du niveau d'imposition (NIdicho) est de 1, indiquant que les entreprises sont le plus souvent fortement imposées, au dessus du taux moyen d'imposition, soit en moyenne, dans une proportion de 60% de leurs exercices, tel qu'indiqué par la moyenne de 0,60. La médiane du logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres est de 11,76 et la moyenne de 12,06; le ratio d'immobilisations cessibles est toujours positif et compris entre 0 et 0,94, sa médiane est de 0,30 et sa moyenne de 0,33 ; ces valeurs n'appellent aucun commentaire.

4. Analyse des résultats

L'analyse uni-variée montre l'existence de différences significatives entre le groupe des 50 entreprises qui ont effectué au moins une cession-bail pendant la période d'étude, comparativement au groupe de 237 entreprises qui n'ont effectué aucune cession-bail pendant cette période. Elle consiste à faire une comparaison (tests de Student) entre les moyennes des variables explicatives du groupe des entreprises avec cessions-bail et celles du groupe des entreprises sans cession-bail. Les résultats sont présentés dans le tableau 4.1.

Tableau 4.1 : analyse comparative entre le groupe des entreprises avec cessions-bail et le groupe des entreprises sans cession-bail

Variables	Moyennes (test de Student)		Écarts	T	P > t P < t (unilateral)
	50 avec CB	237 sans CB			
TDETTE _{it-1}	1,0165	0,5543	0,4622	2,7305	P > t = 0,0033***
VMVC _{it-1}	1,4496	2,0011	-0,5515	-6,7952	P < t = 0,0000***
RLIQ _{it-1}	1,0444	2,3696	-1,3252	-8,9866	P < t = 0,0000***
BETAmo _{it-1}	0,6194	0,5593	0,0601	1,2718	P > t = 0,1021
NIdicho _{it-1}	0,6467	0,5914	0,0552	1,8075	P > t = 0,0357*
LOGVM _{it-1}	12,5067	11,9664	0,5403	3,6815	P > t = 0,0001***
RIMMO _{it-1}	0,3115	0,3315	-0,0200	-1,5261	P < t = 0,0638*

***, **, * indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

287 entreprises dont 50 avec CB et 237 sans CB, 6 années, 1722 observations

TDETTE_{it-1} = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC_{it-1} = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ_{it-1} = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo_{it-1} = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

NIdicho_{it-1} = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM_{it-1} = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO_{it-1} = immobilisations nettes / total actif

En termes d'endettement, de liquidité, d'opportunités de croissance, et de niveau d'imposition, les deux groupes semblent significativement différents.

Comparativement au groupe des entreprises sans cession-bail, le groupe des entreprises avec cessions-bail a un taux d'endettement ($TDETTE_{it-1}$) moyen significativement ($p = 0,0033$) plus haut (1,02 comparativement à 0,55) et un ratio de liquidité ($RLIQ_{it-1}$) significativement ($p = 0,0000$) plus faible (1,04 comparativement à 2,37). Ces résultats sont conformes aux hypothèses H_{a1} et H_{a3} qui prévoient respectivement que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur et négativement associée à son ratio de liquidité.

Le groupe des entreprises avec cessions-bail a un ratio de la valeur marchande des actifs sur leur valeur comptable ($VMVC_{it-1}$) moyen qui est significativement ($p = 0,0000$) plus faible (1,45 comparativement à 2,00) que celui de l'autre groupe. Ce résultat est dans le sens opposé à celui de l'hypothèse H_{a2} qui prévoit que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur-preneur sur leur valeur comptable.

Enfin, le groupe des entreprises avec cessions-bail a un niveau d'imposition significativement ($p = 0,0357$) plus haut que l'autre groupe. Il voit en moyenne 64,67% de ses exercices imposés à un haut niveau, alors que le groupe des entreprises sans cession-bail n'en voit que 59,14% en moyenne. Ce résultat va dans le sens contraire de l'hypothèse H_{a5} qui prédit que la probabilité de réaliser une cession-bail est négativement associée au niveau d'imposition du vendeur-preneur.

Les deux groupes n'apparaissent pas significativement différents au regard de leur risque d'exploitation. Le groupe des entreprises avec cessions-bail a une valeur absolue des bêta ($BETA_{mod_{it-1}}$) plus haute (0,62 comparativement à 0,56) que l'autre groupe. Cependant, cette différence, n'est pas significative ($p = 0,1021$).

Une analyse de variance montre que les deux groupes ne sont pas significativement différents en termes de fiscalité, l'hypothèse nulle d'égalité des variances ne pouvant pas être rejetée; par contre, pour l'ensemble des autres variables, les deux groupes obtiennent des variances toujours significativement différentes.

Il apparaît aussi que le groupe d'entreprises avec cessions-bail est significativement (0,0001) de plus grande taille ($LOGVM_{it-1}$ de 12,51 comparativement à 11,97) et qu'il dispose de moins d'actifs immobilisés ($RIMMO_{it-1}$ de 0,31 comparativement à 0,33), par rapport au groupe d'entreprises sans cession-bail. Ce dernier résultat est faiblement significatif ($p = 0,0638$).

En conclusion, le groupe des entreprises ayant réalisé des cessions-bail au cours de la période semble significativement différent de celui n'en ayant pas réalisé, en ce qui concerne son taux d'endettement moyen, son ratio de liquidité moyen, son ratio moyen de la valeur marchande des actifs sur leur valeur comptable et son niveau d'imposition moyen. Les entreprises du groupe avec cessions-bail semblent en moyenne moins fortes financièrement : elles sont plus endettées et disposent de moins de liquidités pour couvrir leurs dettes à court terme. Aussi, elles semblent disposer de moins d'opportunités de croissance et être soumises à de plus forts taux d'imposition. Par contre, leur risque d'exploitation ne semble pas être différent de celui des entreprises sans cession-bail.

Le tableau 4.2 montre les résultats de l'analyse multi-variée qui utilise un modèle probit avec prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises, il est estimé par la méthode du maximum de vraisemblance. Le logarithme du maximum de vraisemblance du modèle contraint par les différentes variables indépendantes (-261,04) est significativement (Wald chi2 (7) = 29,26 et Prob > chi2 = 0,0001) supérieur à celui du modèle non contraint (-286,51), ce qui indique une probabilité nulle que les variables indépendantes du modèle, prises ensemble, n'aient pas d'influence sur la variable dépendante. De plus, la variable rho est significativement différente de 0, ce qui indique qu'un traitement « panéliste » des données est pertinent comparativement à un traitement homogène qui ignore les effets spécifiques aux entreprises.

Tableau 4.2 : analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises

Nombre d'observations					1722
Nombre de groupes					287
Observations par groupe					6
Wald chi2 (7)					29,26
Prob > chi2					0,0001
Logarithme du maximum de vraisemblance					-261,04
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise _i a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice _t					
Variables	Coefficients	Z	P> z		Signe attendu
TDETTE _{it-1}	0,0859	2,30	0,022	**	+
VMVC _{it-1}	-0,4547	-2,57	0,010	***	+
RLIQ _{it-1}	-0,5793	-3,26	0,001	***	-
BETAmo _{it-1}	0,2397	2,01	0,045	**	+

NIdicho _{it-1}	0,0212	0,13	0,900	ns	-
LOGVM _{it-1}	0,1398	2,71	0,007	***	Aucun
RIMMO _{it-1}	-0,9652	-2,00	0,045	**	Aucun
Cons	-2,6081	-4,13	0,000		

***, **, * indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

83 observations CB_{it} positives, 1639 nulles

i = entreprises, t = année

TDETTE_{it-1} = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC_{it-1} = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ_{it-1} = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo_{it-1} = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

NIdicho_{it-1} = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM_{it-1} = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO_{it-1} = immobilisations nettes / total actif

Les résultats significatifs sont dans le sens des hypothèses H_{a1}, H_{a3} et H_{a4}; par contre, ils sont dans le sens opposé de l'hypothèse H_{a2}. Les résultats relatifs à l'hypothèse fiscale H_{a5} ne sont pas significatifs.

Le coefficient de la variable TDETTE_{it-1} ($\beta_1 = 0,0859$) est positif et significativement ($p = 0,022$) différent de 0. Ce résultat est conforme à l'hypothèse H_{a1} qui propose que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur. Il semble donc que l'avantage de réaliser une cession-bail soit positivement associé aux coûts de détresse financière du vendeur preneur. Ce résultat corrobore ceux des études empiriques relatives aux cessions-bail (Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004) qui montrent une association positive entre les rendements excédentaires des actions des vendeurs-preneurs estimés lors des annonces de cessions-bail, et l'espérance de leurs coûts de détresse mesurée par le ratio de couverture des intérêts (Ezzell et Vora, 2001). Ce résultat s'inscrit dans le cadre de la théorie de la structure statique de capital qui propose que l'endettement d'une

entreprise accroît son risque de faillite et l'espérance des coûts qui y sont rattachés et qu'elle doit supporter. Une cession-bail, constituant un mode de financement fortement garanti et à long terme, semble donc diminuer les coûts d'insolvabilité et de faillite du vendeur-preneur. Autrement dit, les cessions-bail apparaissent surtout utilisées par les entreprises fortement endettées, subissant des coûts d'emprunt élevés.

Le coefficient de la variable $VMVC_{it-1}$ ($\beta_2 = -0,4547$) est négatif et significativement ($p = 0,010$) différent de 0. Ce résultat ne va pas dans le sens de l'hypothèse H_{a2} qui prévoit que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur-preneur sur leur valeur comptable. L'avantage de réaliser une cession-bail ne ressort pas positivement associé aux opportunités de croissance du vendeur-preneur; au contraire, il apparaît que les cessions-bail sont plutôt réalisées par des entreprises disposant de faibles opportunités de croissance. Les cessions-bail, mode de financement fortement garanti, ne semblent donc pas constituer un moyen de réduire les coûts de surinvestissement ou de sous-investissement associés au financement des opportunités de croissance, peut-être parce qu'il s'agit aussi d'un mode de financement à long terme et que les entreprises qui disposent d'importantes opportunités de croissance se financent plutôt à court terme.

Le coefficient de la variable $RLIQ_{it-1}$ ($\beta_3 = -0,5793$) est négatif et significativement ($p = 0,001$) différent de 0. Ce résultat est conforme à l'hypothèse H_{a3} suivant laquelle la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au ratio de liquidité du vendeur-preneur. L'avantage de réaliser une cession-bail apparaît donc négativement associé au niveau des liquidités du vendeur-preneur. Ces transactions semblent susceptibles d'être réalisées par des

vendeurs-preneurs à court de liquidités, pour poursuivre leur activité et réduire leurs coûts de détresse financière, la poursuite de l'activité pouvant impliquer des investissements organisationnels. Par contre, il n'est pas envisageable qu'elles puissent être réalisées dans le but d'obtenir les liquidités nécessaires au financement d'opportunités de croissance du vendeur-preneur, dans la mesure où la probabilité de faire une cession-bail ressort négativement et significativement associée à ses opportunités de croissance.

Le coefficient de la variable $BETA_{mod_{it-1}}$ ($\beta_4 = 0,2397$) est positif, et significativement ($p = 0,045$) différent de 0. Ce résultat est conforme à l'hypothèse H_{a4} qui prévoit que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au bêta modifié du vendeur-preneur. Ainsi, l'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé au risque d'exploitation du vendeur-preneur. Les cessions-bail pourraient donc être plutôt réalisées par des entreprises dont les revenus sont cycliques et dont le levier d'exploitation est élevé, lors de phases de récession.

Le coefficient de la variable $NIDicho_{it-1}$ ($\beta_5 = 0,0212$) est positif, mais non significativement ($p = 0,900$) différent de 0. Ce résultat ne supporte pas l'hypothèse H_{a5} , selon laquelle, la probabilité de réaliser une cession-bail est négativement associée au niveau d'imposition du vendeur-preneur. L'avantage de réaliser une cession-bail ne semble donc pas associé au niveau d'imposition du vendeur-preneur. Ce résultat ne vient pas confirmer les résultats de la littérature (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Shanker, 1997; Ezzell et Vora 2001; Fisher 2004) qui montrent que les entreprises faiblement imposées ont plus recours à la location. Il semblerait que la législation fiscale canadienne, malgré ses exceptions, ne permette pas à des locataires faiblement

imposés, de louer de bailleur fortement imposés, et de négocier, en contrepartie de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des amortissements et intérêts financiers, des réductions de loyer.

Le coefficient associé à la variable LOGVM_{it-1} ($\beta_6 = 0,1398$) est positif et significativement ($p = 0,007$) différent de 0. Les entreprises qui réalisent des cessions-bail apparaissent de plus grande taille que les autres.

Le coefficient associé à la variable RIMMO_{it-1} ($\beta_7 = -0,9652$) est négatif et significativement ($p = 0,045$) différent de 0. Il semblerait donc que les entreprises qui réalisent des cessions-bail disposent de moins d'actifs immobilisés cessibles que celles qui n'en font pas.

En conclusion, la réalisation de cessions-bail apparaît déterminée par une situation financière du vendeur-preneur caractérisée par des coûts de détresse financière élevés et un faible niveau de liquidités. Ces résultats sont conformes à la théorie statique de la structure de capital et aux résultats de la littérature empirique relative aux cessions-bail.

Les cessions-bail semblent aussi réalisées par des entreprises encourant un risque d'exploitation élevé, caractérisé par des revenus cycliques et sensibles à la conjoncture associés à une structure de coûts plutôt fixes. Ce type d'entreprise pourrait affecter une partie de sa trésorerie à l'achat de ses actifs d'exploitation, en période d'expansion et de flux de trésorerie abondants, et céder ces actifs lors de période de récession et de réduction des flux de trésorerie.

Par contre contrairement aux attentes, ces transactions semblent plutôt réalisées par des entreprises ayant peu d'opportunités de croissance. Il pourrait s'agir d'entreprises ne disposant effectivement pas d'opportunités de croissance, soit parce que leur secteur d'activité est cyclique

et se trouve dans une phase récessive, soit parce que leur secteur a atteint, voire dépassé, sa phase de maturité et amorce une phase de décroissance. Dans ces conditions, une cession-bail constituerait le moyen de financer à moindre coût, soit la poursuite d'une activité, en attendant le prochain cycle d'expansion, soit un processus de décroissance, voire de diversification. La réalisation de cessions-bail n'apparaît donc pas déterminée par le besoin de financer des opportunités de croissance.

Enfin, il n'apparaît pas exister de potentiels avantages fiscaux qui seraient associés aux cessions-bail, pour le moins au Canada.

Des tests de sensibilité à la fréquence des transactions par le retrait de 4 entreprises avec observations multiples de cessions-bail, à la sélection de l'échantillon avec la prise en compte de 155 entreprises bénéficiant de données incomplètes, à la mesure de certaines variables (taux d'endettement et taux d'imposition) ainsi qu'au choix du modèle ou de son mode d'estimation, ne viennent pas modifier les résultats obtenus.

Conclusion

Un ensemble de déterminants financiers susceptibles d'expliquer le recours aux cessions-bail est identifié ; comme le montrent les résultats, il s'agit des coûts de détresse financière du vendeur-preneur, son niveau de liquidité, son risque d'exploitation et l'absence d'opportunités de croissance. Par contre, sa situation fiscale ne semble pas être un facteur explicatif. Ces transactions sont donc faites par des entreprises plus faibles financièrement, plus risquées et ne disposant pas d'opportunités de croissance.

La contribution de cette étude est de tenter d'expliquer le recours aux cessions-bail, alors que les précédentes s'attachaient à montrer l'influence de cette transaction sur la valeur pour l'actionnaire, et de montrer que les entreprises qui en font sont significativement différentes de celles qui n'en font pas. En matière de coûts de détresse financière, les résultats de l'étude corroborent ceux de la littérature relative aux recours à la location et aux cessions-bail ; en matière fiscale, ne faisant apparaître aucun avantage, ils les contredisent.

D'un point de vue opérationnel, elle indique aux entreprises susceptibles de réaliser une cession-bail, quels sont les facteurs à prendre en considération pour en évaluer la pertinence : coûts de détresse financière importants, faibles niveaux de liquidités, opportunités de croissance peu valorisées par les marchés et risques d'exploitation élevés. D'autre part, elle indiquerait aux investisseurs qu'une cession-bail est plutôt un indicateur de faiblesse financière et d'absence d'opportunités de croissance.

Les résultats obtenus soulèvent des questionnements relatifs à l'interprétation de la relation négative entre l'avantage de réaliser une cession-bail et les opportunités de croissance : les vendeurs-preneurs sont-ils des entreprises matures, en phase de déclin, ne disposant pas d'opportunités de croissance, sont-ils sujets à une forte sous-évaluation par les marchés de leurs opportunités de croissance ? D'autre part, ils laissent ouverte la question des conditions explicatives du niveau de la création de valeur générée par ce type de transaction. Ces questions ouvrent la possibilité de recherches ultérieures.

Plusieurs limites constituent d'autres possibilités de recherche. L'influence d'entreprises ayant fait faillite ou ayant fait l'objet d'une acquisition et absentes de l'échantillon, reste à déterminer.

L'étude du lien entre l'observation d'une transaction et l'avantage qui y est supposément associé pour l'actionnaire du vendeur-preneur est à réaliser. L'absence, dans les normes comptables en vigueur lors de la période d'étude d'obligation formelle de divulguer de l'information pour toute transaction de cession-bail, implique un risque que certaines transactions n'aient pas été identifiées dans l'étude. La mise en place de nouvelles normes internationales qui prévoient un niveau de divulgation plus sophistiqué sur les transactions de cession-bail réalisées au cours d'un exercice, offre l'opportunité d'en étudier l'influence potentielle sur les résultats de l'étude.

Bibliographie

- Aivazian V. A., Ge Y. et Qiu J. 2005. Debt Maturity Structure and Firm Investment, *Financial Management*, vol. 34, n. 4, p. 107-119.
- Alvayay J. R., Rutherford R. C. et Smith W. S. 1995. Tax rules and the sale and leaseback of corporate real estate, *Real Estate Economics*, vol. 23, n. 2, p. 207-238.
- Barclay M. J. et Smith C. W. Jr. 1995a. The maturity structure of corporate debt, *The Journal of Finance*, vol. 50, n. 2, p. 609-631.
- Barclay M. J. et Smith C. W. Jr. 1995b. The priority structure of corporate liabilities, *The Journal of Finance*, vol. 50, n. 3, p. 899-917.
- Barclay M. J., Smith C. W. Jr et Morellec E. 2006. On the Debt Capacity of Growth Options*, *The Journal of Business*, vol. 79, n. 1, p. 37-59.
- Barnea A., Haugen R. A. et Senbet L. W. 1980. A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework, *The Journal of Finance*, vol. 35, n. 5, p. 1223-1234.
- Bates T. W. 2005. Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds, *The Journal of Finance*, vol. 60, n. 1, p. 105-135.
- Chen S., Jen F. C. et Choi D. 1999. The Determination of the Seniority Structure of Debt: Theory and Evidence, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 13, n. 1, p. 5-28.
- Cronstedt C., Gustafsson L. et Lindblad M. 1988. The Advantages of Aircraft Financing in Sweden, *International Financial Law Review*, vol. 7, n. 11, p. 29-34.
- Damodaran A. 2001. *Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc.

- Devaney S. et Lizieri C. 2004. Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts, *Journal of Corporate Real Estate*, vol. 6, n. 2, p. 118-132.
- Diamond D. W. 1991. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 3, p. 709-737.
- Duke J. C., Franz D. P., Hunt H. G. III et Toy D. R. 2002. Firm-specific determinants of off-balance sheet leasing: A test of the Smith/Wakeman model, *Journal of Business and Management*, vol. 8, n. 4, p. 335-353.
- El-Gazzar S., Lilien S. et Pastena V. 1986. Accounting for Leases by Lessees, *Journal of Accounting & Economics*, vol. 8, n. 3, p. 217-237.
- El-Gazzar S. M. et Jaggi B. L. 1997. Transition period of mandated accounting changes--timing of adoption and economic consequences: The case of SFAS No.13, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, n. 2, p. 293-307.
- El-Gazzar S. M. 1993. Stock market effects of the closeness to debt covenant restrictions resulting from capitalization of leases, *The Accounting Review*, vol. 68, n. 2, p. 258-272.
- Ely K. M. 1995. Operating lease accounting and the market's assessment of equity risk, *Journal of Accounting Research*, vol. 33, n. 2, p. 397-415.
- Ezzell J. R. et Vora P. P. 2001. Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 41, n. 1, p. 33-47.
- Fisher L. M. 2004. The Wealth Effects of Sale and Leasebacks: New Evidence, *Real Estate Economics*, vol. 32, n. 4, p. 619-643.
- Flannery M. J. 1986. Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *The Journal of Finance*, vol. 41, n. 1, p. 19-37.

- Flannery M. J. et Rangan K. P. 2006. Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, vol. 79, n. 3, p. 469-506.
- Godfrey J. M. et Warren S. M. (1995. Lessee reactions to regulation of accounting for leases, *Abacus*, vol. 31, n. 2, p. 201-228.
- Graham J. R. 1996. Debt and the marginal tax rate, *Journal of Financial Economics*, vol. 41, n. 1, p. 41-73.
- Graham J. R. 2003. Taxes and Corporate Finance: A Review, *The Review of Financial Studies*, vol. 16, n. 4, p. 1075-1129.
- Graham J. R., Lemmon M. L. et Schallheim J. S. 1998. Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status, *The Journal of Finance*, vol. 53, n. 1, p. 131-162.
- Gritta R. D., Lippman E. et Chow G. 1994. The impact of the capitalization of leases on airline financial analysis: An issue revisited, *Logistics and Transportation Review*, vol. 30, n. 2, p. 189-202.
- Guedes J. et Opler T. 1996. The determinants of the maturity of corporate debt issues, *The Journal of Finance*, vol. 51, n. 5, p. 1809-1833.
- Hamada R. S. (1972. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *The Journal of Finance*, vol. 27, n. 2, p. 435-452.
- Harris M. et Raviv A. 1991. The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 1, p. 297-355.
- Hovakimian A., Opler T. et Titman S. 2001. The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, n. 1, p. 1-24.
- Imhoff E. A. Jr, Lipe R. et Wright D. W. 1993. The effects of recognition versus disclosure on shareholder risk and executive compensation, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 8, n. 4, p. 335-368.
- Imhoff E. A., Jr. et Thomas J. K. 1988. Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Change, *Journal of Accounting & Economics*, vol. 10, n. 4, p. 277-301.

- Jensen M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, vol. 76, n. 2, p. 323-329.
- Jensen M. C. et Meckling W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, p. 305-360.
- Johnson S. A. 2003. Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *The Review of Financial Studies*, vol. 16, n. 1, p. 209-235.
- Kang S. et Long M. S. (2001. The fixed payment financing decision - To borrow or lease, *Review of Financial Economics*, vol. 10, n. 1, p. 41-55.
- Kim E. H., Lewellen W. G. et McConnell J. J. 1978. Sale-and-Leaseback Agreements and Enterprise Valuation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 13, n. 5, p. 871-883.
- Krishnan V. S. et Moyer R. C. 1994. Bankruptcy costs and the financial leasing decision, *Financial Management*, vol. 23, n. 2, p. 31-42.
- Lewellen W. G., Long M. S. et McConnell J. J. 1976. Asset Leasing in Competitive Capital Markets, *The Journal of Finance*, vol. 31, n. 3, p. 787-798.
- Miller M. H. et Upton C. W. 1976. Leasing, Buying, and the Cost of Capital Services, *The Journal of Finance*, vol. 31, n. 3, p. 761-786.
- Modigliani F. et Miller M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, vol. 48, n. 3, p. 261-297.
- Moyer R. C. et Krishnan V. S. 1995. Sale and leaseback transactions: The case of electric utilities, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 34, n. 4, p. 46-59.
- Myers S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n. p. 147-175.

- Myers S. C., Dill D. A. et Bautista A. J. 1976. Valuation of Financial Lease Contracts, *The Journal of Finance*, vol. 31, n. 3, p. 799-819.
- 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*, vol. 13, n. 2, p. 187-221.
- Neyman J. et Scott E. 1948. Consistent Estimates Based on Partially Consistent Observations, *Econometrica*, vol. n. 16, p. 1-32.
- Rutherford R. C. 1990. Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate Real Estate, *AREUEA Journal*, vol. 18, n. 4, p. 522-529.
- Rutherford R. C. 1992. The impact of sale-leasebacks transactions on bondholder and shareholder wealth, *Review of Financial Economics*, vol. 2, n. 1, p. 75-80.
- Scott J. H. Jr. 1977. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure, *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 1, p. 1-19.
- Shanker L. 1997. Tax effects and the leasing decisions of Canadian corporations, *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol. 14, n. 2, p. 195-209.
- Sharpe W. F. (1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance*, vol. 19, n. 3, p. 425-442.
- Shyam-Sunder L. et Myers S. C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n. 2, p. 219-244.
- Slovin M. B., Sushka M. E. et Polonchek J. A. 1990. Corporate Sale-And-Leasebacks And Shareholder Wealth, *The Journal of Finance*, vol. 45, n. 1, p. 289-299.
- Smith C. W. Jr, Wakeman L. M. et Hawkins G. D. 1985. Determinants of Corporate Leasing Policy/Discussion, *The Journal of Finance*, vol. 40, n. 3, p. 895-908.

Smith C. W. Jr. et Warner J. B. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics*, vol. 7, n. 2, p. 117-161.

Stohs M. H. et Mauer D. C. 1996. The determinants of corporate debt maturity structure, *The Journal of Business*, vol. 69, n. 3, p. 279-312.

Stulz R. M. et Johnson H. 1985. An Analysis of Secured Debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n. 4, p. 501-521.

Grönlund T., Louko A. et Vaihekoski M. 2004. Corporate Real Estate Sale and Leaseback Effect : Empirical Evidence from Europe, *SSRN*, vol. n. p. 1-28.