



CIRANO

Centre interuniversitaire de recherche
en analyse des organisations

Série Scientifique
Scientific Series

97s-16

**Le régime d'épargne-actions
du Québec : Vue d'ensemble
et évaluation**

Jean-Marc Suret, Élise Cormier

Montréal
Avril 1997

CIRANO

Le CIRANO est une corporation privée à but non lucratif constituée en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du ministère de l'Industrie, du Commerce, de la Science et de la Technologie, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche. La *Série Scientifique* est la réalisation d'une des missions que s'est données le CIRANO, soit de développer l'analyse scientifique des organisations et des comportements stratégiques.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère de l'Industrie, du Commerce, de la Science et de la Technologie, and grants and research mandates obtained by its research teams. The Scientific Series fulfils one of the missions of CIRANO: to develop the scientific analysis of organizations and strategic behaviour.

Les organisations-partenaires / The Partner Organizations

- École des Hautes Études Commerciales
- École Polytechnique
- McGill University
- Université de Montréal
- Université du Québec à Montréal
- Université Laval
- MEQ
- MICST
- Avenor
- Banque Nationale du Canada
- Bell Québec
- Caisse de dépôt et de placement du Québec
- Fédération des caisses populaires Desjardins de Montréal et de l'Ouest-du-Québec
- Hydro-Québec
- Raymond, Chabot, Martin, Paré
- Société d'électrolyse et de chimie Alcan Ltée
- Télélobe Canada
- Ville de Montréal

Ce document est publié dans l'intention de rendre accessibles les résultats préliminaires de la recherche effectuée au CIRANO, afin de susciter des échanges et des suggestions. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs, et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.

This paper presents preliminary research carried out at CIRANO and aims to encourage discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.

Le régime d'épargne-actions du Québec : Vue d'ensemble et évaluation*

Jean-Marc Suret[†], Élise Cormier[‡]

Résumé / Abstract

Ce document propose une étude approfondie du Régime d'épargne-actions du Québec. Conçu au départ pour réduire le taux d'impôt des contribuables à revenu élevé et accroître la proportion de l'épargne détenue sous forme de capital-actions, le RÉAQ a ensuite été modifié à plusieurs reprises pour orienter davantage de fonds vers les entreprises de petite taille. Le programme a créé, à court terme, une offre importante d'émissions initiales provenant d'entreprises de petite taille, d'autant plus que les normes d'inscription en Bourse ont été assouplies. La performance de ces émissions a été très faible. Depuis 1987, le nombre d'émissions appartenant à cette catégorie a très fortement diminué et est retombé à un niveau à peu près équivalent à celui qui prévalait avant la mise en place du programme, bien que celui-ci demeure toujours en vigueur. Une importante proportion des entreprises de petite taille qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne dans le cadre de ce programme a aujourd'hui disparu, à la suite de faillite ou d'acquisition. L'impact sur la capitalisation des entreprises de petite taille a été de courte durée. En moyenne, ces entreprises ont retrouvé, après un ou deux ans, le niveau d'endettement qui prévalait avant l'émission. Plusieurs ont montré un endettement supérieur, qui peut s'expliquer par des performances relativement médiocres. La rentabilité des entreprises émettrices est en effet significativement plus faible après l'émission qu'avant, en moyenne. Les entreprises de taille moyenne ont largement eu recours au RÉAQ et plusieurs ont connu une croissance importante. Il est toutefois difficile de lier cette croissance au programme, pour plusieurs raisons: 1) ces entreprises ont souvent reçu simultanément d'importantes subventions, 2) les fonds autogénérés étaient généralement largement suffisants pour couvrir les besoins de la croissance et 3) pour plusieurs entreprises, les dividendes versés au cours de la période

* Adresse de correspondance: Jean-Marc Suret, CIRANO, 2020 University, 25^{ème} étage, Montréal, Qc, Canada H3A 2A5 Tél: (514) 985-4027 Téléc: (514) 985-4039 courrier-e: suretj@cirano.umontreal.ca

Cette étude a été menée dans le cadre du Programme de recherche sur le financement des entreprises canadiennes du CIRANO, avec l'aide d'Industrie Canada. Nous remercions Isabelle Côté et Patrick Chamberland pour leur aide dans la collecte et la vérification des informations sur lesquelles repose cette étude.

[†] Université Laval et CIRANO

[‡] Université Laval

représentent une part importante des fonds prélevés dans le cadre du programme. Enfin, l'impact du RÉAQ sur la capitalisation des entreprises de grande taille a été minime, en dépit de l'importance des montants émis et des crédits accordés pour les émissions de ces entreprises.

This in-depth analysis of the Quebec Stock Savings Plan (QSSP) proposes to evaluate the Plan dealing with its different sections and offering interpretations of its objectives. The Plan had the short-term effect of generating a stream of primary issues from small companies. A large proportion of the small companies that floated primary public issues under the Plan have now disappeared as a result of bankruptcy or sale. Investors who put money into this section of the Plan have suffered keen disappointment and their opportunity losses total hundreds of millions of dollars. The impact on the capitalization of small companies was short-lived. On average, these companies' debt levels returned to pre-issue levels within one or two years. A number of companies showed higher debt levels due to relatively mediocre performance. On average, issuers recorded significantly weaker earnings after the issue than before. The analysis indicates that listing securities on the Stock Exchange via tax incentives has been a very ineffective stimulant in the case of small companies. Moreover, the Plan has probably had a perverse effect, driving many disappointed investors out of this market forever. Medium-sized companies have made extensive use of the QSSP. Some of them have floated a number of issues under the Plan. Some of these companies have experienced significant growth. It is, however, difficult to link this growth to the Plan for a number of reasons: 1) many of the companies in question received large subsidies at the same time; 2) most of these companies had sufficient cash flow to finance their growth; 3) many of the companies paid out dividend equal to a substantial proportion of the funds they raised under the Plan during the period under study. It is possible that the QSSP has spurred the growth of some companies. However, it is difficult to demonstrate that the Plan was an essential factor in their growth, which a number of indicators suggest could have been achieved without the tax expenditure. Initially, the QSSP allowed investors to buy large company shares without restriction. The deduction for this type of investment was subsequently reduced and the authorized amount lowered. The amounts issued and the credits granted for these companies' issues have been considerable, but the effect on the capitalization of these companies, which generally have generous dividend policies, has been negligible.

Mots Clés : Fiscalité, financement, régime d'épargne-actions du Québec (RÉAQ)

Keywords : Taxes, Financing, Québec Stock Savings Plan (QSSP)

Introduction

En 1979, le gouvernement du Québec créait le Régime d'épargne-actions du Québec, ou RÉAQ, avec un triple objectif. Il visait à réduire le fardeau fiscal des contribuables à revenu élevé, à stimuler la détention des titres boursiers par les investisseurs du Québec et, enfin, à faciliter l'accroissement du capital permanent des entreprises. Au cours des premières années, le programme a presque exclusivement profité aux très grandes sociétés. Par la suite, le gouvernement a modifié ses règles de fonctionnement afin d'orienter une part importante des fonds vers des titres émis par des sociétés dites intermédiaires, puis vers les titres de faible capitalisation. Le RÉAQ est alors partiellement devenu un programme d'aide à la capitalisation.

L'importance des sommes accordées à titre de crédits d'impôt, la disparition quasi-totale du programme après plusieurs années d'euphorie et les très nombreuses déceptions qu'ont connues les investisseurs justifient la production d'un bilan de ce programme. C'est le principal objectif de cette étude, qui complète et met à jour les analyses menées par SECOR (1986), Lussier et Hawkins (1991) et Suret (1990, 1993). Elle comporte trois sections principales. La première rappelle les conditions de la création et de l'évolution du programme. Elle permet de récapituler les montants émis par catégorie ainsi que les coûts totaux du programme. Cette première section présente également un classement des entreprises qui sera utilisé dans les sections suivantes.

La seconde section adopte le point de vue de l'investisseur. Une première partie illustre l'augmentation de la proportion des épargnes des ménages québécois détenue sous forme de capital-actions. La seconde analyse l'évolution des émissions, qui sont réparties en catégories sur la base de la taille des entreprises lors de l'émission, puis en fonction de leur performance relative à celle du marché, jusqu'au 31 décembre 1994. Les émissions initiales sont distinguées des appels subséquents à l'épargne, et les gains et pertes d'opportunité sont évalués pour chaque sous-groupe d'entreprises.

Dans la catégorie des petites entreprises, la valeur des émissions a diminué d'environ 42,5 p. cent. Les crédits d'impôt ont partiellement permis de compenser cette perte de valeur mais les investisseurs ont subi une grande perte d'opportunité. Peu d'émissions de cette catégorie ont permis la réalisation de gains et plus de 44 p. cent des titres émis ne sont plus négociés ou s'échangent à des prix dérisoires. Dans la catégorie des entreprises de taille moyenne, les émissions ont perdu environ 26 p. cent de leur valeur. Les crédits d'impôt ont

néanmoins permis aux investisseurs de réaliser un faible gain d'opportunité. Dans l'ensemble, les émissions RÉAQ ont offert une performance décevante. Celles effectuées par de petites entreprises ont réalisé un rendement bien inférieur à celui de leurs homologues ontariennes alors que les émissions des entreprises de taille moyenne se sont comportées approximativement comme les émissions initiales effectuées à Toronto.

La troisième section est dévolue à l'étude de l'impact du programme sur les entreprises. Les effets globaux du programme, soit l'augmentation nette, mais temporaire, du nombre des premières émissions, ainsi que la réduction du coût des appels initiaux à l'épargne, y sont d'abord mis en évidence. L'étude de l'impact sur la structure de financement, objectif central du programme dès sa réorientation de 1983, fait ensuite l'objet d'études menées globalement pour l'ensemble des entreprises de petite taille (actif inférieur à 25 millions de \$ lors de l'émission) et de taille moyenne (de 25 à 250 millions de \$ d'actif). L'analyse met en évidence le caractère temporaire de la réduction de l'endettement et la diminution forte et durable de la rentabilité des entreprises émettrices. L'analyse détaillée des entreprises qui ont eu recours au régime à plus de trois occasions permet ensuite de montrer que, dans la plupart des cas, il est difficile de défendre que le programme ait eu un impact important sur la croissance des entreprises.

1. Le programme et les émissions

1.1 Le programme

Créé en 1979, le RÉAQ a subi, à de nombreuses reprises, de telles transformations au niveau de ses objectifs ou de ses modalités d'application qu'il est difficile de le considérer comme un seul programme. Ses caractéristiques « permanentes » sont de permettre à un particulier résidant au Québec de réclamer une déduction dans le calcul de son revenu imposable égale à une partie du coût d'acquisition « d'actions admissibles » de « corporations admissibles ». Pour être admissible, une corporation doit employer au moins cinq personnes à plein temps au cours de l'année précédant l'émission et doit avoir sa direction générale au Québec, ou y verser plus de la moitié de ses salaires. Les placements de portefeuille ne peuvent représenter plus de 50 p. cent de l'actif d'une corporation admissible. De plus, celle-ci doit effectuer une offre publique d'actions comportant au moins un droit de vote. Les actions subalternes sont autorisées, mais généralement soumises à des pourcentages de déduction inférieurs à ceux des actions ordinaires. Pour bénéficier de la déduction, l'investisseur doit détenir

les titres durant deux années civiles complètes, mais ceux-ci peuvent être remplacés par d'autres actions admissibles.

L'ensemble des paramètres d'application, qu'il s'agisse des catégories d'entreprises admissibles, des taux de déduction ou des limites de déduction, ont fait l'objet de plusieurs ajustements qu'il serait fastidieux d'énumérer ici.¹ Quatre périodes principales peuvent être distinguées: le démarrage (1979-1982), l'expansion (1983-1986), la réorientation (1987-1988) et les tentatives de relance (1989-1994).

Le démarrage

Au moment de sa création, le RÉAQ accordait à tous les titres admissibles une déduction identique, quelle que soit la taille de l'entreprise émettrice. Par conséquent, de 1979 à 1982, les investisseurs ont surtout acquis des actions de grandes entreprises, qui ont mis en place des plans de réinvestissement des dividendes et de souscriptions. Ces derniers ont d'ailleurs été à l'origine de la plus grande partie des crédits accordés au cours de cette période (tableau 1).

L'expansion

Dans son discours sur le budget du 10 mai 1983, le Ministre des Finances reconnaissait la situation décrite précédemment et écrivait: « (...) Le Régime d'épargne-actions ne s'est pas révélé aussi utile qu'il aurait pu l'être pour les entreprises, par opposition aux particuliers. Une dizaine de grandes entreprises qui, au fond, n'ont pas besoin du Régime d'épargne-actions pour placer leurs titres, ont mobilisé la majeure partie des émissions, alors que les petites et moyennes entreprises en ont profité moins (...). Or, les problèmes de sous-capitalisation s'appliquent bien plus à elles qu'à de grandes banques ou à des holdings comme Canadian Pacific Enterprises ». ² Afin d'orienter davantage de fonds vers les entreprises de petite taille, des catégories de sociétés ont alors été définies en fonction de leur actif ou de leurs fonds propres. Le pourcentage du coût d'acquisition pouvant être déduit était modulé suivant ces catégories et la nature des titres pour atteindre 150 p. cent dans le cas des sociétés en voie de développement. ³ De plus, la déduction accordée pour les titres de sociétés

¹ Voir Lacroix (1987a) pour une analyse détaillée du fonctionnement de ce programme en 1986 et les différents rapports Martin pour une description des ajustements apportés au fil des ans.

² Québec, Ministère des Finances, Discours sur le Budget, 10 mai 1983.

³ Il existait dès lors quatre catégories de sociétés: importantes, intermédiaires, en voie de développement et autres ainsi que deux types de titres: ordinaires et subalternes.

importantes, dont l'actif dépasse le milliard de \$, a été limitée à 1000 \$ par contribuable. Ces diverses modifications au programme ont permis d'orienter les investissements vers les actions des entreprises de plus petite taille.

Le RÉAQ connaît alors une expansion rapide, illustrée au tableau 1. Les émissions admissibles placées au Québec atteignent 1,27 milliard de \$ en 1985 et 1,75 milliard de \$ l'année suivante. Les plans de réinvestissement des grandes sociétés sont encore, durant cette période, à l'origine d'une très large part des déductions réclamées. Le tableau 2 montre que le coût fiscal dépasse 156 millions de \$ en 1985.

La réorientation

Au cours de l'année 1986, plusieurs modifications majeures sont apportées au programme. Ces changements découlent vraisemblablement de l'explosion de ses coûts, mais également de la constatation de plusieurs problèmes de fonctionnement. En premier lieu, en dépit de taux de déduction moins généreux, les grandes entreprises ont continué, au cours de la période 1982-1986, à drainer une part importante des fonds recueillis dans le cadre du programme. En second lieu, quinze sociétés ont dû annuler leur émission et plusieurs autres ont dû réduire leur prix d'émission ou rendre les investissements plus attrayants en y ajoutant un bon de souscription. En troisième lieu, de nombreuses entreprises ont émis des titres subalternes. En 1986, trente-six placements, représentant 45 p. cent de la valeur placée au Québec, étaient composés d'actions subalternes (Martin, 1987). Finalement, il semble que plusieurs entreprises aient utilisé des montants reçus lors d'émissions RÉAQ pour procéder au rachat de titres déjà émis.

À la fin de 1986, deux déclarations ministérielles viennent donc modifier de façon importante le fonctionnement du programme. Le principal changement apporté est une réduction de la limite de taille qui séparait les entreprises intermédiaires des grandes entreprises. Cette modification réduit le taux de déduction pour les titres émis par les entreprises dont l'actif est compris entre 250 millions et 1 milliard de \$ et, surtout, limite la déduction obtenue à l'aide de ces actions à 1000 \$ par année. À partir de 1987, le programme est donc nettement orienté vers les actions d'entreprises dont l'actif ne dépasse pas 250 millions de \$. C'est dans ce contexte que survient la débâcle boursière d'octobre 1987, qui voit les titres RÉAQ se déprécier fortement, ce qui conduira à la désaffection des investisseurs puis aux tentatives de relance du programme.

Les tentatives de relance

Comme l'indique le tableau 2, les déductions réclamées en 1986 s'élèvent à 487,36 millions de \$ alors que les recouvrements de déduction se chiffrent à 24,24 millions de \$.⁴ 169 360 contribuables ont participé au programme. En 1987, les déductions ne sont que de 181,65 millions de \$ et les recouvrements atteignent 60,02 millions de \$. 29 760 contribuables ont en effet décidé de ne pas détenir les titres RÉAQ pendant la période requise. En 1988, le déclin se poursuit, les déductions nettes des recouvrements s'établissant à 90,62 millions de \$. Le nombre d'émissions réalisées dans le cadre du programme diminue de façon brutale.

Pour contrer cette désaffection, plusieurs modifications sont apportées au régime dans le but d'assouplir les conditions posées aux investisseurs et aux entreprises émettrices. En 1988, le montant maximum déductible de 5 500 \$ imposé aux investisseurs est aboli et seule demeure la limite de 10 p. cent du revenu total. Les investisseurs obtiennent également le droit, à des fins de couverture, d'acheter des titres des sociétés en voie de développement sur le marché secondaire, pour remplacer des titres acquis au cours des deux années d'imposition précédentes, sans incidence sur la déduction fiscale accordée. À partir de 1989, les actions de sociétés en voie de développement et intermédiaires obtenues par conversion d'autres titres deviennent admissibles au régime au taux de déduction prévu pour ces actions. En 1990, les règles régissant les Fonds d'investissement RÉAQ sont assouplies: si ceux-ci placent au moins 50 p. cent de leurs produits d'émission dans des sociétés en voie de développement, ils bénéficient désormais d'un sursis de douze mois pour placer le solde de leurs produits d'émission. En 1991, le taux de déduction accordé aux titres des corporations de taille moyenne est haussé à 75 p. cent. En outre, la limite du montant déductible de 1 000 \$ est retirée pour ces corporations, alors qu'elle est augmentée à 2 500 \$ pour les grandes corporations. Enfin, on accorde désormais une déduction temporaire sur les titres convertibles en titres admissibles au RÉAQ (50 p. cent sur les titres de sociétés en voie de développement et 25 p. cent sur les titres de sociétés intermédiaires).

Ces mesures semblent avoir partiellement relancé le programme, puisque l'année 1994 voit des entreprises considérées en voie de développement émettre pour près de 400 millions d'actions admissibles. Toutefois, cette somme est

⁴ Les recouvrements sont imposés aux contribuables qui ne détiennent pas les titres durant deux années civiles après leur acquisition.

imputable à quelques entreprises, qui n'appartiennent à cette catégorie qu'en raison de l'élargissement des critères d'actif maximal (de 25 à 250 millions) et qui ont effectué des émissions impliquant chacune des montants de l'ordre de 30 à 40 millions de \$. On n'assiste donc pas à une relance réelle du programme, qui demeure essentiellement utilisé par des entreprises de grande taille.

1.2 Les émissions: vue d'ensemble

Le tableau 1 récapitule les montants émis ainsi que les pourcentages de déduction accordés pour chacune des années de 1979 à 1994, suivant les diverses catégories d'entreprises. Pour l'ensemble de la période, les émissions admissibles placées au Québec sont évaluées à plus de 7 milliards de \$. Les grandes entreprises sont responsables de la majeure partie de ces montants avec 3,4 milliards de \$. Les émissions des entreprises intermédiaires représentent près de 2 milliards de \$ alors que les entreprises en voie de développement et autres sont à l'origine d'émissions totalisant 1,72 milliard de \$. Ces titres n'ont pas toujours commandé le même niveau de déduction. La multiplication des montants émis par le pourcentage de déduction permet d'évaluer plus correctement les bénéfices tirés du programme pour chaque catégorie d'entreprise. Les déductions liées à chacune des catégories sont alors de 2,35, 1,64 et 1,9 milliards de \$, pour un montant total de 5,89 milliards de \$. La multiplication de ce montant de déduction par un taux marginal d'impôt moyen de 25 p. cent dépasse largement le montant des crédits accordés, qui avoisine 900 millions de \$ (tableau 2). Cette situation est liée au fait que certains investisseurs institutionnels ont acquis des titres admissibles mais n'ont pu réclamer les déductions. D'autres investisseurs n'ont pas détenu les titres durant les deux années requises et ont dû rembourser une partie des crédits obtenus. Il n'en demeure pas moins que les investisseurs des grandes entreprises ont été les principaux bénéficiaires du régime, même si les ajustements apportés ont pu modifier la répartition des crédits entre les catégories. Le tableau 1 met également en évidence l'effet de ces ajustements successifs ainsi que l'impact de la crise boursière de 1987.

De 1979 à 1982, les investisseurs ont essentiellement fait l'acquisition d'actions de grandes entreprises, le crédit d'impôt attaché à ces titres étant égal à celui accordé pour l'achat de titres de petites entreprises, et les émissions d'entreprises de petite taille étant à peu près inexistantes. Les entreprises importantes sont d'ailleurs à l'origine de 64 p. cent des émissions de titres admissibles vendus au Québec (tableau 1), et vraisemblablement des déductions obtenues au cours de

cette période initiale⁵. Au cours de la seconde période définie dans l'étude (1983-1986), le pourcentage du coût d'acquisition pouvant être déduit est modulé suivant les catégories et la nature des titres. De plus, la déduction accordée pour les titres de sociétés importantes est limitée à 1000 \$ par contribuable. Ces modifications du programme devaient orienter les investissements vers les actions des entreprises de plus petite taille mais au cours de cette période d'expansion, la majeure partie des émissions sont encore effectuées par les grandes entreprises. En effet, les montants admissibles émis par les entreprises importantes représentent 49,7 p. cent du total, contre 30,3 p. cent pour les entreprises intermédiaires et 20 p. cent pour les entreprises en voie de développement. La période de réorientation (1987-1988) voit la proportion émise par les entreprises importantes demeurer à peu près stable (47 p. cent), même si les titres émis par ces entreprises ne commandent plus qu'une déduction de 50 p. cent. L'année 1986 a marqué un sommet dans le montant des émissions, avec 1,7 milliard de \$. En 1989, le montant total des émissions admissibles placées au Québec n'est plus que de 47,98 millions de \$.

En 1986, les entreprises en voie de développement ont émis des montants supérieurs à ceux des grandes sociétés. Les émissions ont diminué très rapidement au cours des années suivantes. Après 1989, le RÉAQ semble à nouveau en croissance; il faut cependant noter que cette croissance est surtout imputable aux sociétés intermédiaires et importantes. En effet, les entreprises en voie de développement n'ont recueilli que 103,7 millions de \$ entre 1989 et 1992, ce qui ne représente que 16,54 p. cent du montant total des émissions, qui a dépassé 627 millions de \$. Le RÉAQ est donc redevenu un programme axé vers les titres de moyenne et de grande capitalisation.

Le tableau 2 rapporte les crédits effectivement accordés de 1979 à 1994. Au total, le RÉAQ aurait coûté 866,88 millions de \$ au fisc québécois. Sur la base des estimations qui apparaissent au tableau 1 et en tenant compte des différences entre les taux de déduction, il est possible de situer la proportion de ces crédits attribuable aux actions de très grandes entreprises entre 40 et 50%.

⁵ Les tableaux 1 et 2 reposent en partie sur des estimations. Depuis 1988, il n'existe plus de source officielle rapportant des données relativement au RÉAQ et, depuis 1989, les statistiques fiscales ne rapportent plus les déductions réclamées. Il est donc impossible de connaître avec précision l'envergure et le coût du programme. En particulier, les estimations de la proportion des crédits attribuables à chacune des classes d'entreprises repose sur l'hypothèse, non vérifiable, que le rapport entre les placements et les déductions est le même pour toutes les catégories d'entreprises. La proportion des déductions attachée à chaque catégorie a été estimée en ajustant le total annuel des émissions par le taux de déduction pertinent.

Tableau 1

Montants émis dans le cadre du RÉAQ, catégorie et véhicule d'émission, limite des classes et % de déduction, 1979-1994.

Seuls les montants souscrits au Québec sont comptabilisés. Les données concernant les montants émis par l'intermédiaire des régimes de réinvestissement des dividendes et de souscription d'actions ne sont plus disponibles à partir de 1988. Le tableau est basé sur les catégories définies suivant les règles du programme.

Année	Importantes				Intermédiaires				En voie de développement		Autres		Total
	% [*]	Prospect ^{**}	Plans ^{***}	Total	%	Prospect ^{**}	Plans ^{***}	Total	%	M\$	%	M\$	M\$
1979	100	55,41	22,90	78,31	100	17,23	4,05	21,28	100	0,00	100	9,40	109,00
1980	100	0,00	51,43	51,43	100	69,87	10,83	80,70	100	0,67	100	17,61	150,41
1981	100	0,00	157,31	157,31	100	64,68	6,58	71,25	100	9,72	100	9,45	247,73
1982	100	47,08	129,96	177,04	100	27,09	7,91	34,99	100	0,00	100	2,05	214,08
1983	100	173,00	445,38	618,38	100	74,36	9,65	84,01	100	63,15	100	0,00	765,54
1984	75	38,82	475,97	514,79	100	81,58	12,00	93,58	150	106,06	100	2,02	716,45
1985	50	243,94	459,04	702,97	100	267,70	25,00	292,70	150	261,52	100	15,59	1.272,78
1986	50	210,19	192,06	402,26	75	871,08	22,00	893,08	100	449,66	75	1,12	1.746,12
1987	50	24,14	200,28	224,42	75	104,28	21,00	125,28	100	197,03	75	6,44	553,17
1988	50	91,83	<i>nd</i>	<i>91,83</i>	75	0,00	<i>nd</i>	<i>0,00</i>	100	28,16	n.a.	0,00	<i>119,99</i>
1989	50	24,31	<i>nd</i>	<i>24,31</i>	75	1,80	<i>nd</i>	<i>1,80</i>	100	21,87	n.a.	0,00	<i>47,98</i>
1990	50	44,22	<i>nd</i>	<i>44,22</i>	75	4,12	<i>nd</i>	<i>4,12</i>	100	6,00	n.a.	0,00	<i>54,34</i>
1991	50	63,79	<i>nd</i>	<i>63,79</i>	75	60,50	<i>nd</i>	<i>60,50</i>	100	35,00	n.a.	0,00	<i>159,29</i>
1992	50	209,17	<i>nd</i>	<i>209,17</i>	75	115,62	<i>nd</i>	<i>115,62</i>	100	40,86	n.a.	0,00	<i>365,65</i>
1993	50	0,00	<i>nd</i>	<i>0,00</i>	75	83,35	<i>nd</i>	<i>83,35</i>	100	37,98	n.a.	0,00	<i>121,33</i>
1994	50	0,00	<i>nd</i>	<i>0,00</i>	75	0,00	<i>nd</i>	<i>0,00</i>	100	396,16	n.a.	0,00	<i>396,16</i>
Total		1225,9		<i>3360,23</i>		1843,24		<i>1962,26</i>		1653,84		63,68	<i>7040,02</i>

Sources: Rapports Martin de 1979 à 1987; Liste des émissions de la Bourse de Montréal ensuite.

* Pourcentage de déduction accordé aux actions ordinaires de cette catégorie.

** Montant total des émissions par voie de prospectus, effectivement placé au Québec, en millions de \$.

*** Montants obtenus par l'intermédiaire de plans de réinvestissement et de souscription (les Plans). À partir de 1988, ces montants ne sont plus disponibles; les montants totaux présentés sont donc sous-estimés.

Tableau 2
Déductions, nombre de participants, recouvrements et crédits accordés
dans le cadre du RÉAQ, 1979-1994.

Année	Déductions réclamées			Recouvrement de déductions		Crédits accordés (coût du régime)*
	Montants (M \$)	Nombre de participants (milliers)	% des contribuables	Montants (M \$)	Nombre de contribuables	
1979	49,36	14,35	0,43	s.o.	s.o.	14,66
1980	103,94	28,39	0,83	1,00	0,59	30,68
1981	120,38	33,53	0,90	2,45	1,24	35,50
1982	176,68	44,16	1,19	5,36	2,98	51,74
1983	493,58	108,56	2,89	6,96	3,60	135,28
1984	531,44	121,71	3,15	13,10	6,30	160,41
1985	706,02	155,98	3,98	14,75	8,25	156,54
1986	487,36	169,36	4,27	24,24	13,85	120,87
1987	181,65	102,33	2,50	60,02	29,76	30,41
1988	113,34	80,91	1,96	22,72	15,57	22,66
1989	122,31	60,41	1,43	13,80	12,61	27,13
1990	57,74	43,42	0,99	10,27	8,77	11,87
1991	59,37	33,47	0,74	7,83	6,24	12,88
1992	84,07	19,12	0,42	4,28	4,26	19,95
1993	96,10	18,68	n.d	4,47	3,42	22,91
1994	53,56	10,69	n.d	n.d	n.d	13,39
Total	3436,9			191,25		866,88

Sources: *Portrait de la fiscalité des particuliers au Québec*, Ministère du Revenu du Québec, 1979-87 et Rapports Martin, CVMQ, diverses années. Lorsque les deux sources ne concordent pas, les données du Ministère du Revenu ont été utilisées. Les montants des déductions de 1988-94 ont été obtenus directement du Ministère du Revenu.

* Les crédits ont été calculés en multipliant le taux marginal moyen d'impôt de l'année par le montant des déductions réclamées diminué des recouvrements. Les taux d'impôt utilisés sont les suivants: 1979: 29,7%; 1980: 29,8%; 1981: 30,1%; 1982: 30,2%; 1983: 27,8%; 1984: 30,2%; 1985: 27,4%; 1986: 26,1%; 1987-94: 25%.

1.3 Classement des émissions

Dans la suite de l'étude, les émissions admissibles sont regroupées en quatre catégories. La classification établie dans le cadre du programme n'a pas été utilisée pour plusieurs raisons. Premièrement, les limites séparant les catégories ont été plusieurs fois déplacées. Ainsi, une société dont l'actif s'établit à 200 millions de \$ est considérée comme intermédiaire jusqu'en 1988 et comme entreprise en voie de développement ensuite. Deuxièmement, il semble exister de nombreux cas d'exception à ces règles basées sur la taille et l'avoir, sans que l'on puisse déterminer l'origine de ces dérogations.⁶ Finalement, il est difficile de définir des catégories de taille fixes au cours d'une période longue durant laquelle le taux d'inflation a été relativement élevé. Le classement employé dans cette étude est donc le suivant. Les petites entreprises ont un actif inférieur à 25 millions, exprimés en \$ de 1986, lors de l'émission. L'actif des entreprises moyennes est compris entre 25 et 250 millions de \$ de 1986. Enfin, les grandes entreprises ont un actif compris entre 250 millions et 1 milliard de \$ de 1986 alors que celui des très grandes entreprises dépasse cette limite. L'indice des prix à la consommation a été employé pour ajuster annuellement les limites des classes.

Le tableau 3 présente la distribution des émissions suivant l'actif total des entreprises émettrices, pour chacun des groupes définis ci-dessus.

⁶ Par exemple, IAF Biochem est classée dans la catégorie des entreprises intermédiaires avec un actif de 1,9 millions de \$, au moment où la limite inférieure impliquant l'inclusion dans cette catégorie était établie à 25 millions de \$. Il existe six autres cas d'inclusion d'entreprises de petite taille dans la catégorie des entreprises intermédiaires. Il est possible que certaines dispositions anti-évitement ainsi que des spécifications relatives aux mesures de l'actif et de l'avoir aient été appliquées pour justifier ces classements, mais les prospectus ne permettent pas de les expliquer.

Tableau 3

Distribution de l'actif des entreprises qui ont émis des actions admissibles au RÉAQ, dans les diverses catégories définies dans l'étude.

Actif total lors de l'émission, en millions de \$	Petites entreprises		Entreprises moyennes		Grandes entreprises		Très grandes entreprises	
	Nombre (% des émissions)	Montants et % du produit brut	Nombre et % des émissions	Montants et % du produit brut	Nombre et % des émissions	Montants et % du produit brut	Nombre et % des émissions	Montants et % du produit brut
Moins de 3,5	41 (22,04%)	153 670 (12,23%)						
de 3,5 à 7	42 (22,58%)	207 807 (16,54%)						
de 7 à 14	51 (27,42%)	279 462 (22,24%)						
de 14 à 25	52 (27,96%)	615 513 (48,99%)						
de 25 à 50			40 (41,24%)	475 627 (33,07%)				
de 50 à 100			31 (31,96%)	468 866 (32,60%)				
de 100 à 250			26 (26,80%)	493 954 (34,34%)				
de 250 à 500					22 (56,41%)	440 401 (44,41%)		
de 500 à 1 000					15 (38,46%)	498 452 (50,26%)	1 (4%)	31 388 (3,42%)
1 000 et plus					2 (5,13%)	52 856 (5,33%)	24 (96%)	886 123 (96,58%)
Total*	186	1 256 452	97	1 438 447	39	991 709	25	917 511

* Nous n'avons pu obtenir les montants placés au Québec (produit brut) pour 10 entreprises alors que pour 34 autres émissions, nous ne pouvions disposer de l'actif au moment de l'émission (un total donc de 44 émissions manquantes).

2. Le RÉAQ et les investisseurs

Le RÉAQ visait, en tout premier lieu, deux objectifs. Il s'agissait de la réduction de l'impôt payé par les contribuables à haut revenu et de l'augmentation de la proportion de capital-actions dans les portefeuilles des ménages québécois. Il est possible d'analyser globalement l'atteinte de ces objectifs. Celui lié à la fiscalité nécessite peu de discussions: le fardeau fiscal des contribuables a été réduit de près de 900 millions de \$. La façon dont cette réduction peut être ventilée entre les diverses catégories de contribuable est présentée dans les différents rapports Martin et n'est donc pas reprise ici. Par contre, l'évolution du taux de détention des titres boursiers est étudiée dans la section consacrée aux impacts globaux du programme. Cependant, le programme n'a pu changer de façon durable le comportement des ménages québécois que si le déplacement de leur épargne des titres à revenu fixe vers les actions a été bénéfique. Il convient donc de s'intéresser aux gains et pertes réalisés par ces investisseurs⁷. C'est l'objet des sections suivantes, consacrées respectivement aux titres de petite taille puis de taille moyenne.

2.1 Impacts globaux

Le tableau 4 montre que la part des actions dans l'actif total des ménages québécois est passée de 0,8 p. cent à 2,3 p. cent entre 1977 et 1984. Cette proportion est dès lors comparable à celle observée pour l'ensemble du Canada. Au cours de la même période, cette proportion est demeurée relativement stable en Ontario (2,6 à 2,7). Il est donc possible de lier l'augmentation rapide de la proportion d'actions détenues au RÉAQ. L'examen des proportions d'actions dans l'actif financier montre une évolution similaire. Cette proportion passe de 3,8 p. cent à 9,2 p. cent au Québec, alors qu'elle décroît en Ontario. Il faut cependant noter que l'augmentation de la proportion des fonds détenus sous forme d'actions a été plus prononcée en Colombie Britannique qu'au Québec, alors que cette première province ne disposait pas de programme comparable. Les données présentées dans ces tableaux proviennent de sondages ponctuels effectués par Statistique Canada. Il n'existe pas de données comparables pour les périodes plus récentes et il est impossible de déterminer dans quelle mesure l'accroissement de la part des actions dans l'épargne a été permanent. Le tableau

⁷ Les notions de gains et pertes ont été utilisées dans cette étude en raison de l'absence de données boursières fiables qui limitent les possibilités de calcul des taux de rendement mais aussi en raison de la diversité de la période de détention des titres.

5 illustre l'évolution du taux d'actionnariat au Québec, en Ontario, au Canada et aux États-Unis. 4,4 p. cent des québécois détenaient des actions en 1977, alors que cette proportion atteignait 11,4 p. cent en Ontario. En 1986-87, le taux d'actionnariat atteint 16 p. cent au Québec, alors qu'il est passé à 20 p. cent en Ontario et à 18 p. cent pour l'ensemble du Canada. La période d'activité du RÉAQ a donc correspondu à un accroissement rapide du taux d'actionnariat au Québec, qui s'approche de celui du Canada. On observe toutefois une légère diminution de ce taux au Québec entre 1986 et 1988; il est possible que ce mouvement se soit poursuivi en raison de la désaffection des investisseurs vis-à-vis du régime, mais les données ne permettent pas de vérifier cette hypothèse. Sur le plan de la détention d'actions, le régime semble effectivement avoir atteint les effets visés.⁸

Tableau 4
Proportion des actions dans l'actif total et dans l'actif financier des ménages, pour quelques provinces et pour l'ensemble du Canada

Région	Valeur des actions par rapport à l'actif total		Valeur des actions par rapport à l'actif financier	
	1977	1984	1977	1984
Québec	0,8	2,3	3,8	9,2
Ontario	2,6	2,7	12,7	11,6
Colombie Britannique	1,5	2,9	5,6	13,8
Ensemble du Canada	1,7	2,2	8,5	10,0

Sources: Statistique Canada: *la répartition de la richesse au Canada*, 1984; *Revenu, avoir et dette des familles au Canada*, 1977.

⁸ Nous ne pouvons évidemment juger de la validité de l'objectif lui-même, qui repose sur l'hypothèse voulant que la détention d'actions par de nombreux investisseurs stimule la croissance économique et améliore le bien-être. Il est possible de prétendre, au contraire, que la détention, par de nombreux investisseurs, de titres risqués de qualité médiocre peut réduire à la fois la valeur de leur épargne et leur incitation à participer, dans le futur, au financement direct des entreprises.

Tableau 5
Évolution du taux d'actionnariat au Québec, en Ontario, au Canada et
aux États-Unis.

	1977	1983	1984	1985	1986- 87	1988
Québec	4,4	7,5	9,6	10,0	16,0	15,0
Ontario	11,4	12,3	14,9	n.d.	20,0	n.d.
Ensemble du Canada	8,5	10,0	12,0	12,0	18,0	n.d.
États-Unis	n.d.	18,5	19,6	21,8	n.d.	n.d.

Sources: Statistique Canada: *la répartition de la richesse au Canada*, 1984; et *Revenu, avoir et dette des familles au Canada*, 1977; Toronto Stock Exchange: *Canadian Shareowners*, avril 1984, décembre 1986; Martin, M: *L'actionnariat au Québec en 1986*, CVMQ, août 1985, mai 1986; NYSE *Shareownership Survey* 85, Juillet 1985.

2.2 Les investisseurs et les entreprises RÉAQ de petite taille⁹

Les entreprises dont l'actif lors de l'émission était inférieur à 25 millions de \$, exprimés en \$ de 1986, composent cette catégorie. Elle regroupe majoritairement des entreprises classées, pour les fins du régime, dans la catégorie «en voie de développement» Un certain nombre d'entreprises, trop petites pour satisfaire au critère de taille minimale situé à 2 millions de \$, ont émis des titres dans le cadre du programme, dans la catégorie des corporations « autres ». Elles sont également prises en compte ici. Les actions de ce groupe d'entreprises permettent, à partir de 1984, un pourcentage de déduction plus élevé que celui des grandes entreprises. Il était de 100 à 150 p. cent, alors que le prix des titres des grandes entreprises ne réduisait le revenu imposable que de 75 p. cent en 1984 et 50 p. cent par la suite. Ce volet du programme avait clairement pour objectif d'améliorer la capitalisation des entreprises de petite taille. Il a coïncidé avec la mise en place du Programme d'aide à la capitalisation des entreprises (le PAC) qui couvrait, à l'aide de subventions, une partie (et parfois la totalité) des coûts du premier appel public à l'épargne.

⁹ L'analyse détaillée rapportée dans la suite de l'étude a nécessité un relevé minutieux des données suivantes: 1) caractéristiques des émissions et des entreprises, à partir des prospectus obtenus de la CVMQ, 2) caractéristiques des entreprises après l'émission, à partir des états financiers obtenus des entreprises, de la CVMQ et, dans quelques cas récents, de la base de données CANCORP, 3) pourcentage des actions effectivement acquises au Québec: Rapport Martin et Rapport de la Caisse de dépôts, 4) prix des titres émis, à la fin de chacune des années depuis l'émission et facteurs de fractionnement, à l'aide du tableau des titres, publication mensuelle de la Bourse de Montréal, 5) évolution et situation de l'entreprise de l'émission à la fin de 1994: Nouvelles Quotidiennes Officielles de la Bourse de Montréal, Financial Post Datagroup: *Survey of Predecessor and Defunct Companies*, Bulletin de Statistiques de la Commission des Valeurs Mobilières du Québec et Manuel des Statistiques de la Bourse de Montréal ainsi que *Mergers and Acquisitions in Canada* (publié par Venture Economics Canada Limited) et le Fichier central des entreprises consulté aux bureaux de l'Inspecteur Général des Institutions financières du Québec.

L'emploi de sources multiples découle du fait qu'il n'existe pas, au Québec, de relevé uniforme des principales données portant sur les émissions. Les récapitulatifs des émissions RÉAQ, effectués jusqu'en 1987 par Martin (CVMQ), ne sont plus produits depuis cette date. Les données comptables et financières des entreprises listées à Montréal ne sont pas accessibles directement et ne peuvent être consultées qu'aux archives de la CVMQ; il a également été impossible d'obtenir de la Bourse de Montréal des données boursières antérieures à 1989.

Ce relevé a été effectué pour 400 émissions. Nous avons observé de nombreux cas de discordances entre les sources, ainsi qu'entre les données rapportées dans les travaux antérieurs. L'une des différences principales porte sur les écarts entre le produit de l'émission rapporté au prospectus, le montant effectivement souscrit (qui peut être inférieur ou supérieur au précédent) et le montant effectivement placé au Québec. Le relevé qui a été effectué comporte encore, vraisemblablement, quelques inexactitudes. En particulier, il a été absolument impossible de déterminer ce que sont devenues plusieurs émissions. Cependant, il est le résultat d'un recoupage systématique de toutes les observations publiées jusqu'à maintenant à propos des entreprises RÉAQ.

Dans la majorité des cas, ces entreprises ont procédé à un premier appel public à l'épargne dans le cadre du programme. Les émissions dont il est question dans cette section se répartissent de la façon suivante:

Émissions initiales suivies d'entrées en Bourse	154
Émissions subséquentes suivant une émission initiale RÉAQ:	23
Émissions subséquentes:	11
Total des observations pour lesquelles l'information est disponible: ¹⁰	183

2.2.1 Les émissions: état et évolution

Au total, les émissions suivies d'inscriptions en Bourse, placées au Québec¹¹ par les entreprises de cette catégorie ont amassé 1252,03 millions de \$, alors que les sociétés qui sont demeurées fermées ont recueilli approximativement 24,75 millions, un montant qui sera négligé dans l'analyse (tableau 6). La taille moyenne des émissions était de l'ordre de 6,84 millions de \$. La petite taille des émissions est liée à celle des entreprises. En moyenne, l'actif total au moment de l'émission est de 12,74 millions de \$, mais cette valeur est fortement influencée par quelques émissions. Le RÉAQ a donc amené des corporations de très petite taille à procéder à des émissions publiques. Par ailleurs, plus de la moitié des émissions proviennent du secteur tertiaire. Il s'agit donc d'une situation particulière. En effet, la présence de titres peu capitalisés peut être observée ailleurs. C'est le cas par exemple de nombreux titres miniers négociés à la Bourse de Vancouver. Cependant, l'inscription massive de titres de faible capitalisation appartenant à des secteurs qui, en règle générale, ne produisent pas de rendements très élevés semble originale.

¹⁰ Un certain nombre d'émissions qui n'ont pas été suivies d'entrées en Bourse ou dont l'information est incomplète n'ont pu être traitées dans l'étude. Généralement, ces entreprises étaient de très petite taille.

¹¹ Les montants prennent en considération la proportion des titres effectivement placée au Québec et admissibles au RÉAQ (dans la mesure où ils sont acquis par des particuliers). Ne pas prendre en compte cette proportion revient à donner un poids beaucoup plus important aux émissions des entreprises de grande taille. Alors que les entreprises dont l'actif est inférieur à 25 millions de \$ écoulaient 99,4 p. cent (1984) et 91,6 p. cent (1985) de leurs actions admissibles au RÉAQ, ces proportions étaient de 84,4 p. cent et 82,5 p. cent, respectivement pour les entreprises dont l'actif est compris entre 250 millions et un milliard et de 61,9 p. cent et 65,5 p. cent, respectivement pour les très grandes entreprises.

De 1979 à 1994 inclusivement, 217 émissions ont été relevées dans les catégories des petites entreprises pour un total de 1276,78 millions de \$. Seulement 183 de ces émissions ont donné lieu à des inscriptions en Bourse et ont pu être évaluées. Le produit brut, le prix d'émission et la déduction accordée au titre proviennent des listes de la CVMQ (rapports Martin) et de la Bourse de Montréal. Le bulletin quotidien de la Bourse de Montréal a permis de tenir compte des fusions, faillites, rachats et changements de nom, puis de relever les prix de clôture au 31 décembre 1994.

Tableau 6**Récapitulation de l'état des émissions des sociétés de petite taille au 31/12/1994**

L'échantillon est composé de l'ensemble des entreprises dont l'actif total était inférieur à 25 millions de \$ (de 1986) au moment de l'émission (volet A) alors que le volet B ne comprend que les émissions initiales.

Situation de l'émission au 31/12/1994	Nb	Produit brut des émissions	Valeur de l'émission au 31/12/1994	Mise de fonds nette des investisseurs	Valeur accumulée de la mise de fonds	Gain ou perte d'opportunité
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(3) - (5)
Volet A: Entreprises de petite taille (actif inférieur à 25 millions de \$)						
En faillite	35	170,42	0,00	121,05	186,87	-186,87
Rachat, $MRA > P_{ca}$	11	54,72	132,62	38,18	62,87	69,74
Rachat, $0,20 P_{ca} > MRA > P_{ca}$	18	95,19	86,13	68,76	105,71	-19,58
Rachat, $MRA < 0,20 P_{ca}$	5	28,09	5,40	18,64	40,10	-34,70
Transigée, $P_m > P_{ca}$	27	243,53	605,25	178,56	234,28	370,97
Transigée, $0,20 P_{ca} > P_m > P_{ca}$	47	372,09	225,94	267,71	371,86	-145,92
Transigée, $P_m < 0,20 P_{ca}$	40	287,99	34,12	215,08	349,81	-315,69
Total des émissions ouvertes	183	1252,03	1089,46	907,98	1351,5	-262,05
Sociétés fermées et nd	34	24,75	na			
Volet B: Emissions initiales des entreprises de petite taille (actif inférieur à 25 millions de \$)						
En faillite	28	109,62	0,00	79,88	116,80	-116,80
Rachat, $MRA > P_{ca}$	8	31,51	90,98	21,32	38,23	52,75
Rachat, $0,20 P_{ca} > MRA > P_{ca}$	17	90,26	82,58	64,76	101,06	-18,48
Rachat, $MRA < 0,20 P_{ca}$	4	17,29	4,03	12,35	25,64	-21,61
Transigée, $P_m > P_{ca}$	24	191,38	585,00	139,50	180,21	404,79
Transigée, $0,20 P_{ca} > P_m > P_{ca}$	42	342,76	208,02	246,00	339,77	-131,74
Transigée, $P_m < 0,20 P_{ca}$	31	185,26	27,15	138,70	208,02	-180,87
Total des émissions ouvertes	154	968,08	997,76	702,51	1009,73	-11,96

Notes du tableau 6 :

P_m : le prix du titre à la fermeture des marchés le 31/12/1994; P_{ea} : le prix d'émission brut, ajusté pour la fluctuation de l'indice *Small Caps* entre la date d'émission et le 31 décembre 1994, date de l'évaluation; MRA: montant reçu par les actionnaires lors de la fusion ou de l'acquisition, accumulé depuis cette date pour les variations de l'indice *Small Caps*. Le classement des titres dans les diverses catégories se fait donc sans tenir compte du crédit d'impôt.

Le produit brut est égal au nombre de titres multiplié par le prix d'émission. La valeur de l'émission au 31/12/94 est nulle pour les sociétés en faillite ou retirées de la cote. Elle est égale au prix à la fermeture des marchés (P_m) multiplié par le nombre de titres pour les titres transigés. Dans les cas de fusion ou d'acquisition, le montant reçu par les actionnaires (MRA) est multiplié par le nombre de titres. La mise de fonds nette est donnée par le prix d'émission net du crédit d'impôt, multiplié par le nombre de titres. L'accumulation de ce montant au taux de rendement de l'indice donne la valeur accumulée, qui représente la richesse qu'aurait accumulé l'investisseur en plaçant les fonds dans un portefeuille indicé, depuis la date de l'émission. Le gain ou la perte d'opportunité est donné par la différence entre la valeur de l'émission au 31/12/1994 et cette valeur accumulée. Ce calcul prend donc en compte le crédit d'impôt.

Pour faciliter l'évaluation de la valeur marchande de l'augmentation des fonds propres, divers groupes d'émissions, décrits au tableau 6, ont été composés. Un premier groupe comporte 35 émissions d'entreprises qui sont en faillite ou dont les transactions en bourse ont été suspendues à la suite de difficultés financières. Ces émissions ont provoqué une perte d'opportunité de 186,87 millions de \$ qui représente la valeur des émissions, accumulée au taux de rendement de l'indice des titres de faible capitalisation (*Small Caps*).

Pour les entreprises rachetées et celles toujours négociées, une classification arbitraire a été établie. Elle repose sur le calcul du prix d'émission ajusté (P_{ea}) pour les variations de l'indice des titres de petite capitalisation. Le P_{ea} est donné par l'expression suivante lorsque le titre est toujours transigé au 31 décembre 1994:

$$P_{ea} = P_e \frac{\text{Indice Small Caps au 31/12/94}}{\text{Indice Small Caps au jour d'émission}}$$

Le P_{ea} est donc la valeur, au 31 décembre 1994, d'un montant égal au prix d'émission brut (P_e), accumulé au taux de rendement de l'indice *Small Caps*. L'indice de rendement total a été utilisé ici, après avoir constaté l'absence de

dividendes versés par les entreprises de cette catégorie.¹²

Dans le cas où un titre est toujours transigé, une simple comparaison entre le prix de fermeture au marché et le P_{ea} du titre correspondant permet d'évaluer la performance relative à celle de l'indice. Lorsque le titre a fait l'objet d'un rachat au cours de la période d'analyse, le montant reçu par les actionnaires au moment de la transaction est accumulé au taux de rendement de l'indice sous l'hypothèse que les actionnaires réinvestissent le produit du rachat au taux du marché pertinent pour la classe de risque. On obtient ainsi le MRA (montant reçu par les actionnaires, ajusté).

L'émission est considérée comme un succès si elle se transige à un cours supérieur au P_{ea} ou si le MRA est supérieur au P_{ea} . Elle est considérée comme un échec si son prix de fermeture en décembre 1994 (ou le MRA) est inférieur à 20 p. cent du P_{ea} .^{13, 14}

¹² L'indice *Small Caps* est composé des titres qui représentent moins de 0.10 p. cent de l'indice TSE 300 et de 300 autres titres, qui sont les plus capitalisés parmi ceux exclus de l'indice. En 1995, les entreprises cotées à la Bourse de Toronto qui se classaient entre le 200^{ème} et le 600^{ème} rang avaient une capitalisation boursière de 141 millions de \$, ce qui équivaut à 55 millions de \$ en 1985, compte tenu de la variation de l'indice de rendement total. La valeur marchande des fonds propres des entreprises RÉAQ, incorporant le produit des émissions, était alors de l'ordre de 32,7 millions de \$, en incluant les entreprises intermédiaires. L'indice *Small Caps* est donc composé d'entreprises largement plus capitalisées que celles comprises dans l'échantillon, qu'il s'agisse des petites entreprises ou de celles de taille moyenne. S'il n'est pas parfaitement adapté à l'ajustement des prix des titres émis par les entreprises dans le cadre du RÉAQ, il représente néanmoins le meilleur compromis possible. En outre, la figure de l'annexe 2 montre que l'évolution de cet indice n'a pas été très différente de celle de l'indice TSE 300 au cours de la période d'analyse. Les résultats présentés sont donc peu sensibles au choix de l'indice.

¹³ L'évaluation de la performance menée ici repose sur l'hypothèse que le risque moyen des émissions étudiées est du même ordre que celui de l'indice utilisé (*Small Caps*). Idéalement toutefois, l'ajustement des prix pour les fluctuations du marché devrait tenir compte du risque systématique de chacune des émissions évaluées. Celui-ci a pu être calculé pour un sous-ensemble d'observations et a été utilisé lors de l'étude de la sous-évaluation initiale (voir section 3.1). Les bêtas obtenus étaient cependant très faibles (0.76 en moyenne) et n'ont pas été utilisés dans cette analyse, d'autant plus qu'il était impossible, pour un grand nombre de titres, d'avoir accès à une base informatisée de rendements. L'observation de bêtas peu élevés peut vraisemblablement s'expliquer par la faiblesse des fréquences de transaction, bien que l'emploi des techniques de correction n'augmente pas de façon sensible les bêtas estimés. Il est également possible que la présence de nombreuses entreprises en difficulté réduise le risque systématique. En effet, McEnally et Todd (1993) ont mis en évidence la baisse du risque systématique lors des situations de détresse financière.

¹⁴ Une autre façon de procéder aurait été de paier les émissions avec des entreprises de même taille oeuvrant dans le même secteur d'activité, comme l'ont fait Loughram et Ritter (1995). Un tel pairage est difficile dans le cas des émissions RÉAQ puisqu'elles affichent généralement une capitalisation lors de l'émission très largement inférieure à celle des entreprises dont les titres sont négociés à Toronto. Seulement 50 p. cent des émissions RÉAQ peuvent être pairées si la différence

Un total de 34 émissions ont été rachetées, fusionnées ou échangées. Dans 11 cas, le montant reçu par les actionnaires a été supérieur au P_{ea} : les actionnaires ont réalisé un gain d'opportunité de 69,74 millions de \$. Dans tous les autres cas, le rachat a provoqué une perte d'opportunité évaluée à 54,28 millions de \$.

Les 114 émissions toujours transigées en décembre 1994 comprennent 27 cas de « succès » qui ont provoqué un gain d'opportunité de 370,97 millions de \$. Cependant, ce montant est très fortement influencé par quelques observations. Breuvage Cott (68,4 millions de \$), IAF Biochem (76,4 millions de \$) ainsi que Mux Lab (44,5 millions de \$) sont responsables de 189,30 millions de \$ de gains pour les investisseurs, soit 51 p. cent du total des gains mesurés. Dans le cas des rachats, Aligro représente à elle seule 22,3 des 69,74 millions de \$ de gain.

Les émissions qui peuvent être considérées comme des succès parce que leur rendement a été supérieur à celui de l'indice ne représentent que 20,7 p. cent des émissions. 21,9 p. cent des émissions se transigeaient au 31 décembre 1994 à un prix inférieur à 20 p. cent du prix d'émission. Ensemble, les émissions de cette catégorie ont donc provoqué des pertes d'opportunité estimées à 262,05 millions de \$. A la date de l'évaluation, 45 émissions se transigent (ou ont été rachetées) à des prix inférieurs à 20 p. cent du P_{ea} .

L'analyse présentée ici donne une idée fautive de la performance réelle des titres émis, en raison de la présence du crédit d'impôt. Si on ne tient pas compte de ces crédits, la perte d'opportunité s'élève à 813,05 millions de \$ pour l'ensemble des émissions de la catégorie, puisque la valeur accumulée des produits bruts est de 1902,51 millions de \$ au 31 décembre 1994. Ces émissions se transigent donc, après un intervalle de temps variant de 4 à 12 ans, à 57,7 p. cent de leur valeur initiale ajustée pour les variations de l'indice. Cette valeur est celle qu'auraient atteint ces émissions si leur rendement moyen avait été celui des titres de petite capitalisation.

L'observation, au cours des trois à cinq premières années, d'un rendement relativement faible des émissions initiales n'est pas spécifique aux actions émises dans le cadre du RÉAQ. Dans divers pays, incluant les États-Unis, les portefeuilles composés d'émissions initiales ont, en moyenne, réalisé des rendements significativement moindres que ceux de titres équivalents (Laughram et Ritter, 1995). Jog et Srivastava (1995) montrent que cette situation prévaut également au Canada. Le rendement des émissions initiales effectuées à la Bourse de Toronto, de 1984 à 1992, aurait été de -52,24 p. cent après les quatre

entre les capitalisations est limitée à 100 p. cent de celle de l'entreprise RÉAQ.

premières années, alors que l'indice TSE 300 progressait de 28,05 p. cent. Après 72 mois, le rendement cumulé des émissions initiales était de 14,18 p. cent et celui de l'indice de 40,71 p. cent. Le rendement excédentaire cumulé est de l'ordre de -24,72 p. cent après 72 mois. Les émissions RÉAQ semblent donc montrer une performance plus médiocre que celle observée en Ontario. Cependant, pour rendre les valeurs comparables, il convient d'isoler les émissions initiales.

2.2.2 Les émissions initiales des entreprises de petite taille

Les émissions initiales ont impliqué des montants moyens de 6,28 millions de \$¹⁵. Il s'agit d'émissions de très petite taille par rapport aux standards nord-américains. En effet, aux États-Unis, les 1 798 émissions initiales réalisées entre 1983 et 1985 ont rapporté, en moyenne, 13,94 millions de \$ américains (Young et Zaima, 1988). En Ontario, la taille moyenne des 154 émissions initiales de la période 1984-1992, employées par Riding et Srivastava (1995) est de 36,9 millions de \$.

Le résultat de l'analyse des émissions initiales apparaît au Volet B du tableau 6. Il est surprenant de constater qu'en moyenne, les émissions initiales affichent une performance supérieure à celle des émissions secondaires de taille comparable. En effet, les 154 émissions initiales ont provoqué, ensemble, une perte d'opportunité de 11,96 millions de \$, en tenant compte du crédit d'impôt. Toutefois, lorsque ce crédit est négligé, la perte d'opportunité s'établit à 416,21 millions de \$, ce qui correspond à 43 p. cent du produit brut. Le rendement excédentaire cumulé sur l'ensemble de la période est donc de l'ordre de -43 p. cent. Même si les indices et les périodes de calcul des rendements employés dans les deux études ne correspondent pas parfaitement, il semble que les rendements des nouvelles émissions RÉAQ aient été largement inférieurs à ceux des émissions ontariennes réalisées au cours de la même période. Le crédit d'impôt a partiellement compensé cette faible performance mais les investisseurs ont subi une importante perte d'opportunité.

¹⁵ En réalité, les montants totaux peuvent être légèrement supérieurs, puisque seuls sont pris en compte les montants placés au Québec. Toutefois, dans le cas des entreprises de petite taille, le pourcentage des fonds placés au Québec atteint généralement 100 p. cent.

2.3 Les investisseurs et les entreprises de taille moyenne

L'exercice de classement mené pour les entreprises de petite taille a été reproduit pour ce groupe d'entreprises. Les résultats apparaissent au volet A du tableau 7. Sur la base du critère suivant lequel le titre est acheté ou négocié à un prix supérieur au cours d'émission ajusté pour la variation de l'indice, 30 des 93 observations (soit 32 p. cent) peuvent être considérées comme des succès. Le groupe des compagnies dont les titres se transigent à un prix supérieur au P_{ca} a généré des gains de 380,98 millions de \$. Ces gains sont dus seulement à quelques entreprises: Vidéotron (59,3 millions de \$), Québecor (102,86 millions de \$), Mémotec Data (36,2 millions de \$) et Télé-Capitale (33,7 millions de \$). À elles quatre, ces entreprises accaparent 232,06 millions de \$ des gains totaux. Cette situation est identique à celle qui prévaut dans la catégorie des petites entreprises. Elle requiert des précautions lors de l'emploi et de l'interprétation des valeurs moyennes. Si l'ensemble des émissions de cette catégorie a généré un gain évalué à 116,49 millions de \$, il n'en demeure pas moins que les deux tiers des investisseurs qui se sont intéressés à cette catégorie d'actions ont subi des pertes d'opportunité.

Il faut par ailleurs souligner que le gain qui apparaît ici est entièrement imputable aux crédits d'impôt. En effet, quand la perte d'opportunité des investisseurs est évaluée sans tenir compte du crédit, elle s'élève à 375,69 millions de \$; le montant brut des émissions, accumulé au taux de l'indice *Small Caps*, est de 2131,50 millions de \$ alors que la valeur des émissions au 31 décembre 1994 n'atteint que 1755,81 millions de \$. La perte d'opportunité atteint donc 26,25 p. cent des montants émis, ce qui correspond approximativement au rendement de -24,72 p. cent mesuré par Jog et Srivastava (1995).

Ici encore, l'échantillon est composé d'émissions initiales et d'appels subséquents à l'épargne. Le volet B du tableau 7 présente donc les mêmes informations en ne conservant que les émissions initiales appartenant à ce groupe de taille. Les 46 émissions initiales impliquaient des montants moyens (placés au Québec) de 15,04 millions de \$. Elles ont globalement procuré un gain d'opportunité de 91,69 millions de \$ lorsque le crédit d'impôt est pris en compte. Comme dans le groupe des petites entreprises, les émissions initiales ont réalisé, en moyenne, une performance supérieure à celles des émissions subséquentes. Cependant, lorsque le crédit est omis afin d'évaluer la performance réelle des titres, la perte d'opportunité s'établit à 141,74 millions de \$, ce qui représente 20,49 p. cent des montants initialement émis. Ce groupe d'émissions initiales aurait donc réalisé une performance légèrement supérieure à celle observée en

Ontario.

2.4 Conclusion

Dans l'ensemble, les titres émis dans le cadre du RÉAQ semblent être de mauvaise qualité. Si les crédits reçus par les investisseurs ne sont pas pris en compte, la perte de valeur des émissions réalisées par les entreprises de petite taille s'établit à 42,3 p. cent des montants initialement émis, alors que la perte est de 26,25 p. cent pour les émissions effectuées par les entreprises dont l'actif se situait entre 25 et 250 millions de \$. Le crédit accordé n'a que partiellement compensé ce faible rendement dans le cas des petites entreprises et a permis un gain minime dans le groupe des entreprises de taille moyenne. Toutefois, la majeure partie des gains provient d'un sous-ensemble fort restreint d'entreprises et il est probable que la très grande majorité des investisseurs attirés par le RÉAQ et incapables de diversifier largement leur portefeuille en raison des limites imposées a subi des pertes importantes. Ces pertes expliquent vraisemblablement la désaffection des contribuables qui se traduit à la fois par la baisse des déductions réclamées et par celle des émissions admissibles.

Tableau 7

Récapitulation de l'état des émissions des entreprises de taille moyenne au 31/12/1994

L'échantillon est composé des entreprises dont l'actif total était compris entre 25 et 250 millions de \$ (de 1986) au moment de l'émission (volet A) alors que le volet B ne comprend que les émissions initiales.

Situation de l'émission au 31/12/1994	Nb	Produit brut des émissions	Valeur de l'émission au 31/12/1994	Mise de fonds nette des investisseurs	Valeur accumulée de la mise de fonds (5)	Gain ou perte d'opportunité
	(1)	(2)	(3)	(4)		(3) - (5)
Volet A: Entreprises de taille moyenne (entre 25 et 250 millions)						
En faillite	7	46,51	0,00	36,27	58,90	-58,90
Rachat, $MRA > P_{ca}$	7	112,93	226,82	87,73	140,09	98,72
Rachat, $0,20 P_{ca} > MRA > P_{ca}$	10	112,24	123,50	82,74	134,16	-10,66
Rachat, $MRA < 0,20 P_{ca}$	0	0	0	0	0	0
Transigée, $P_m > P_{ca}$	23	481,11	952,33	391,07	571,35	380,98
Transigée, $0,20 P_{ca} > P_m > P_{ca}$	33	504,71	420,44	383,76	522,12	-101,68
Transigée, $P_m < 0,20 P_{ca}$	13	173,76	32,72	134,91	224,69	-191,97
Total des émissions	93	1431,26	1755,81	1116,48	1651,31	116,49
Volet B: Émissions initiales des entreprises de taille moyenne (entre 25 et 250 millions)						
En faillite	5	29,63	0,00	26,86	34,78	-34,78
Rachat, $MRA > P_{ca}$	6	90,44	184,30	68,17	111,45	84,84
Rachat, $0,20 P_{ca} > MRA > P_{ca}$	7	90,07	96,64	66,07	104,09	-7,44
Rachat, $MRA < 0,20 P_{ca}$	0	0	0	0	0	0
Transigée, $P_m > P_{ca}$	9	225,64	424,92	184,52	267,27	157,65
Transigée, $0,20 P_{ca} > P_m > P_{ca}$	14	201,21	160,70	151,19	206,63	-45,93
Transigée, $P_m < 0,20 P_{ca}$	5	54,91	9,25	44,00	71,91	-62,65
Total des émissions initiales	46	691,9	875,81	540,81	796,13	91,69

Notes du tableau 7 :

P_m : le prix du titre à la fermeture des marchés le 31/12/1994; P_{ea} : le prix d'émission brut, ajusté pour la fluctuation de l'indice *Small Caps* entre la date d'émission et le 31 décembre 1994, date de l'évaluation; MRA: montant reçu par les actionnaires lors de la fusion ou de l'acquisition, accumulé depuis cette date pour les variations de l'indice *Small Caps*. Le classement des titres dans les diverses catégories se fait donc sans tenir compte du crédit d'impôt. Le produit brut est égal au nombre de titres multiplié par le prix d'émission. La valeur de l'émission au 31/12/94 est nulle pour les sociétés en faillite ou retirées de la cote. Elle est égale au prix à la fermeture des marchés (P_m) multiplié par le nombre de titres. Dans les cas de fusion ou d'acquisition, le montant reçu par les actionnaires (MRA) est multiplié par le nombre de titres. La mise de fonds nette est donnée par le prix d'émission net du crédit d'impôt, multiplié par le nombre de titres. L'accumulation de ce montant au taux de rendement de l'indice donne la valeur accumulée, qui représente la richesse qu'aurait accumulé l'investisseur en plaçant les fonds dans un portefeuille indiciel, depuis la date de l'émission. Le gain ou la perte d'opportunité est la différence entre la valeur de l'émission au 31/12/1994 et la valeur accumulée, prend en compte le crédit d'impôt.

3. Le RÉAQ et les entreprises

Sans être clairement mentionné dès le lancement du programme, l'objectif de la capitalisation des entreprises est apparu de plus en plus nettement au fil des discours et des modifications apportées au programme. Il existe plusieurs façons d'étudier dans quelle mesure le programme a, sur ce plan, atteint ses objectifs. Il est possible d'analyser la réduction du coût des émissions initiales pour les entreprises et l'augmentation du nombre et de l'importance des premiers appels publics à l'épargne. C'est l'objectif de la première section. Il est également possible de mesurer directement l'impact du programme sur la structure financière des entreprises. La deuxième section est consacrée à cette question. Enfin, on peut procéder, par étude de cas, au rapprochement des montants recueillis dans le cadre du programme et de l'évolution des entreprises. Cette méthode est utilisée dans la troisième et dernière section.

3.1 Vue d'ensemble

La réduction des coûts d'émission

L'une des raisons invoquées lors de la mise en place du programme était le coût élevé des premiers appels publics à l'épargne. Ce coût a trois composantes, soit la rémunération du courtier, les frais divers (analyse, prospectus) et la sous-

évaluation initiale (SEI) du prix des titres. Cette sous-évaluation, mise en évidence dans la plupart des pays, décrit l'ajustement à la hausse des cours lors des premiers jours de transaction. Elle est considérée comme un coût pour l'émetteur, puisque celui-ci ne reçoit pas la totalité de la valeur qu'attribue le marché à ses titres. Le tableau 8 permet de comparer ces diverses composantes des coûts d'émission, pour des échantillons d'émissions initiales réalisées entre 1979 et 1985 en Ontario et dans le cadre du RÉAQ. Les coûts moyens apparaissent par catégorie de taille, puisque celle-ci est un déterminant important des coûts d'émission¹⁶.

Le tableau 8 montre que le RÉAQ n'a pas eu d'effet sensible sur la rémunération des courtiers ni sur les autres frais, qui restent similaires au Québec et en Ontario. Cependant, la sous-évaluation initiale a totalement disparu pour les émissions québécoises d'un montant supérieur à 5 millions de \$. Lors des émissions les plus importantes, les titres semblent émis avec une prime de l'ordre de 4 à 6 p. cent. En Ontario au contraire, la sous-évaluation persiste. L'écart entre les deux provinces est particulièrement net dans le cas des émissions comprises entre 1 et 2 millions de \$ qui, en Ontario, subissent une sous-évaluation moyenne de 30 p. cent qui n'existe pas dans le cadre du RÉAQ. En moyenne, la sous-évaluation a disparu au Québec alors qu'elle est de l'ordre de 12,66 p. cent en Ontario.¹⁷ Cette situation a vraisemblablement contribué à augmenter le nombre des appels initiaux à l'épargne.

L'augmentation du nombre des émissions initiales

Le RÉAQ semble avoir provoqué un accroissement temporaire, mais réel, des émissions initiales et inscriptions en Bourse tel qu'illustré au tableau 9. Le nombre de nouvelles sociétés inscrites en Bourse a été de 40 entre 1979 et 1982 à Montréal; il a été de 175 au cours de la même période à Toronto. Le rapport entre ces deux quantités est de 23 p. cent. Entre 1983 et 1987, période d'expansion du régime, le rapport entre le nombre de nouvelles inscriptions (Montréal/TSE) passe à 75 p. cent; il retombe cependant à 36 p. cent après 1987.

¹⁶ Voir Suret & al. (1990) pour une étude complète de l'impact du RÉAQ sur les coûts d'émission. Une étude récente de Jog et Srivastava (1995) montre cependant que la sous-évaluation initiale a diminué, en Ontario, tout au long de la période 1984-1992. L'impact réel du RÉAQ sur ce phénomène demanderait donc une analyse plus complète.

¹⁷ Dans une étude antérieure (Suret et al., 1990), nous avons montré, à l'aide de modèles économétriques, qu'il existait une différence statistiquement significative entre les émissions ontariennes et celles placées au Québec dans le cadre du RÉAQ, la variable binaire associée au RÉAQ jouant un rôle significatif dans l'explication de la sous-évaluation initiale du prix des actions et dans celle des coûts totaux d'émission. Les résultats de cette étude n'ont pas été reproduits ici.

Une évolution parallèle est observée en ce qui concerne les émissions initiales. Leur nombre est en effet passé de 1 à 2 par année, entre 1979 et 1982, à 83 pour la seule année 1986. Les nouvelles émissions ont été deux fois plus nombreuses au Québec qu'en Ontario en 1985. Cette stimulation des nouvelles émissions a cependant été temporaire. En effet, on n'observe que 32 premiers appels publics à l'épargne réalisés dans le cadre du régime de 1989 à 1992. L'une de ces émissions est due à Air Canada et l'autre à un fonds RÉAQ. Pour ce qui est du financement par capital-actions des entreprises de petite taille, le RÉAQ n'a donc eu qu'un effet temporaire. La performance médiocre de très nombreux titres de la catégorie des entreprises en voie de développement explique vraisemblablement la rareté actuelle des nouvelles émissions.¹⁸

¹⁸ La dispersion des gains et pertes d'opportunité est importante, et il est intéressant de relier l'évolution des cours, qui conditionne des montants, aux caractéristiques des émissions ainsi qu'à leur contexte économique et financier. Ces travaux sont en cours par ailleurs, et les résultats n'ont pas été rapportés en détail afin de conserver à ce document une dimension acceptable. Il semble acquis que la taille des émissions et des entreprises, le secteur d'activité ainsi que l'âge des entreprises émettrices permettent, dans une certaine mesure, d'expliquer les différences entre les évolutions des titres sur le marché secondaire. Cependant, il semble exister des effets d'interaction importants entre ces variables, qui rendent l'analyse complexe en raison de la taille réduite des échantillons.

Tableau 8
Comparaison des composantes des coûts des émissions en Ontario et au Québec, pour des émissions de taille similaire, 1979-1985.

Taille de l'émission (millions de \$)	Québec (RÉAQ)				Ontario			
	Obs	Autres frais (%)	Rémunération (%)	SEI (%)	Obs	Autres frais (%)	Rémunération (%)	SEI (%)
Moins de .50					3	6,49	11,13	19,93
0,50 à 0,99	1	2,38	10	22,57	7	6,76	8,10	28,31
1,00 à 1,99	4	7,19	8,52	-1,98	10	3,76	8,93	30,24
2,00 à 4,99	21	5,32	7,62	6,06	15	4,87	7,47	18,42
5,00 à 9,99	15	2,86	6,84	-0,46	14	2,58	6,94	5,11
10,00 à 19,99	9	1,29	6,55	-6,33	18	2,00	6,32	5,62
20,00 à 49,99	9	1,29	5,98	-4,23	10	0,91	6,05	2,79
50,00 à 99,99					5	0,56	5,80	-3,46
100,00 et plus					4	0,20	4,81	-1,63
Moyenne		3,57	7,07	-0,32		3,07	7,11	12,66

Notes du tableau 8 :

Les divers coûts ont été mesurés comme suit :

La SEI est ajustée pour tenir compte de la fluctuation du marché entre la date de fixation du prix et les premiers jours de transaction.

$$SEI = \frac{P_m - P_e}{P_e} - \beta_j \frac{M_1 - M_0}{M_0}$$

P_m = Prix au marché observé, mesuré par la moyenne des cours de fermeture pour les cinq premiers jours de transaction.

P_e = Prix d'émission, relevé dans le prospectus définitif.

β_j = Risque systématique de la firme j calculé à partir des rendements hebdomadaires ultérieurs à l'émission, sous l'hypothèse que les investisseurs sont, en moyenne, capables d'apprécier correctement le niveau de risque systématique des titres à partir des données disponibles lors de l'émission.

M_1 = Indice du marché (XXM ou TSE) aux premiers jours de transaction du titre j .

M_0 = Indice du marché à la date du prospectus définitif, ce qui correspond au moment de fixation du prix d'émission.

Les autres frais et la rémunération du courtier ont été relevés au prospectus, puis exprimés en proportion du produit brut de l'émission.

Tableau 9
Évolution des inscriptions en Bourse et des nouvelles émissions, Toronto et Montréal, 1979-1994

Année	Nombre de nouvelles sociétés inscrites en Bourse			Nombre de premières entrées en Bourse		
	Montréal	Toronto	Mtl / Toronto	Montréal	Toronto	Mtl / Toronto
1979	5	29	0,17	0	n.d	
1980	16	39	0,41	1	6	0,17
1981	13	73	0,18	2	23	0,09
1982	6	34	0,18	1	8	0,13
1983	38	96	0,40	8	48	0,17
1984	52	100	0,52	17	25	0,68
1985	71	73	0,97	41	21	1,95
1986	177	165	1,07	83	70*	1,19
1987	123	180	0,68	29	30	0,97
1988	52	87	0,60	30	4	7,50
1989	30	72	0,42	10	10	1,00
1990	17	49	0,35	2	14	0,14
1991	18	35	0,51	11	17	0,65
1992	22	62	0,35	9	27	0,33
1993	38	153	0,25	31	89	0,35
1994	42	143	0,29	17	63	0,27
Total	720	1390	0,52	292	455	0,64
Analyse par sous-périodes						
1979-1982	40	175	0,23	4	37	0,11
1983-1987	461	614	0,75	178	194	0,92
1988-1994	219	601	0,36	110	224	0,49

Sources: *Statistiques, recherche et information sur le marché*, Bourse de Montréal, 1986-1992 et *Revue de la Bourse de Toronto*, 1986-1994.

* De 1986 à 1990, les données portant sur les émissions ontariennes sont tirées de Jog et Srivastava (1995). Elles ne comprennent pas les émissions complexes, ni celles réalisées par les fonds d'investissement. Le nombre total des émissions ontariennes de cette période est donc sous-évalué.

3.2 L'utilisation des fonds

L'objectif principal du programme, vis-à-vis des petites et moyennes entreprises, était clairement l'amélioration du capital permanent. L'atteinte de cet objectif peut être évalué de deux façons. Il est possible d'étudier l'utilisation du produit net, qui apparaît au prospectus. Il est également possible d'analyser les caractéristiques des entreprises, avant et après l'émission. Ces deux méthodes ont été employées.

Les fonds prélevés dans le cadre du RÉAQ ont été partiellement capturés par les intermédiaires financiers. Une étude antérieure (Suret et al, 1990) a montré que les frais et la rémunération des courtiers avaient absorbé environ 10,64 p. cent du produit brut des émissions.

L'utilisation moyenne du produit net, prévue par les émetteurs, apparaît ci-dessous¹⁹. Plus du tiers des fonds a été consacré au remboursement de dettes. L'effet immédiat a donc été, vraisemblablement, l'amélioration de la capitalisation.²⁰ Seulement 35,2 p. cent des fonds ont été investis directement, et cette proportion passe à 42,9 p. cent si l'on incorpore les dépenses de R&D. La proportion des fonds consacrée au rachat d'actions existantes est minime. Cela est en partie imputable au fait que le gouvernement a sévèrement limité cette possibilité à partir de 1987.

Répartition, en pourcentage, des fonds recueillis par les entreprises de petite taille dans le cadre du RÉAQ

Investissement	35.24
R&D	7.65
Remboursement	34.38
Rachat	2.48
Fonds de roulement	20.45

A priori, les émissions RÉAQ aurait donc dû améliorer sensiblement la capitalisation des petites entreprises émettrices. Il reste cependant à déterminer

¹⁹ Les tests qui ont été effectués ne mettent pas en évidence d'écart systématique entre l'utilisation prévue et l'emploi réel des fonds. L'utilisation prévue est présentée ici parce que les données peuvent être plus facilement obtenues que dans les cas des emplois réels.

²⁰ Les intermédiaires financiers sont donc vraisemblablement les premiers bénéficiaires du programme. Il a en effet permis le remboursement de dettes, donc la consolidation de la position des prêteurs pour les emprunts subsistants.

dans quelle mesure cet accroissement a été durable.

3.3 L'amélioration de la capitalisation des entreprises

Une recherche antérieure (St-Pierre et Beaudoin, 1996) a étudié la variation de l'endettement des entreprises québécoises lors des appels initiaux à l'épargne. Cette étude montre que le ratio d'endettement a retrouvé, après deux ans, le niveau qui prévalait avant l'émission. Le passif à court terme diminue également lors de l'émission et s'accroît ensuite, sans retrouver toutefois son niveau antérieur. Au total, l'effet des émissions initiales sur l'endettement serait donc peu important. Par ailleurs, cette étude met en évidence une réduction importante des ratios moyens et médians de rentabilité après l'émission. L'analyse menée ici diffère de l'étude de St-Pierre et Beaudoin sous plusieurs aspects. En premier lieu, nous nous intéressons ici à l'ensemble des émissions RÉAQ, qu'il s'agisse ou non d'émissions initiales. Lorsqu'une entreprise procède à plusieurs émissions, elle se trouve donc incluse dans l'échantillon à plusieurs reprises²¹. En second lieu, le nombre d'observations a été tenu constant afin d'éviter tout biais de survivance.²²Troisièmement, l'analyse de la situation post-émission a été allongée à quatre années afin d'évaluer les effets à moyen terme. Finalement, nous avons procédé à des tests statistiques non paramétriques pour comparer les distributions de fréquence des principales variables avant et après l'émission.

Les principales données comptables ont été relevées, pour chacune des émissions, dans les prospectus, les états financiers et, pour quelques entreprises, dans les bases de données *CANCORP* et *Stock Guide*²³. Les principaux postes

²¹ Le cas particulier des émissions multiples, qui concerne surtout les entreprises de taille moyenne, est analysé séparément dans la section consacrée à ces entreprises.

²² L'étude de St-Pierre et Beaudoin porte sur 106 émissions, mais il ne subsiste plus que 77 observations 2 ans après l'émission. Il est vraisemblable que les observations ainsi perdues correspondent aux titres délistés, le plus souvent en raison de difficultés financières. Éliminer ces observations revient à sous-évaluer le ratio d'endettement moyen suivant l'émission, les entreprises omises étant vraisemblablement les plus endettées. Pour éviter ce problème, les règles de décision suivantes ont été appliquées. Lorsque l'entreprise a été délistée en raison de difficultés financières importantes ou a été liquidée, le ratio d'endettement est évalué à 100 p. cent et les taux de rendement sont nuls. Lorsque la situation précise de l'entreprise émettrice n'a pu être déterminée avec précision ou lorsque les titres ont été rachetés, l'observation est omise de l'échantillon.

²³ *CANCORP* est élaborée par *Disclosure Inc.* Bethesda, MD 20816, USA et diffusée au Canada par la Société Nationale d'information (Montréal). *Stock Guide* est élaborée et diffusée par *Stock Guide Publications Inc.*, Williamston, Ont., KOC 2J0.

du bilan et de l'état des résultats ont été relevés et standardisés. Quatre ratios sont analysés ici. Il s'agit du ratio de la dette à long terme à l'actif total (ratio de dette long terme), du ratio de la dette totale à l'actif (ratio de dette totale), du taux de rendement de l'avoir des actionnaires (ROE) et du taux de rendement de l'actif (ROA). Ces ratios ont été évalués pour les exercices financiers -1 à +4, l'exercice 1 étant celui au cours duquel les montants des émissions sont incorporés au bilan. Le temps 0 correspond donc au dernier exercice financier précédant l'émission. Le nombre d'observations disponibles diminue avec les années, pour plusieurs raisons. Plusieurs entreprises ont été retirées de la Bourse, en raison de problèmes financiers, alors que d'autres sont redevenues privées à la suite du rachat de leurs propres titres ou ont été acquises. Finalement, il est impossible d'analyser l'évolution à moyen terme des émissions les plus récentes. Le relevé a été effectué pour 268 émissions, dont seulement 147 peuvent faire l'objet d'analyses au cours de quatre exercices financiers consécutifs. 173 émissions peuvent être étudiées jusqu'à l'année +3 alors que l'échantillon qui permet l'étude jusqu'à l'exercice financier +2 comporte 192 observations. L'analyse est basée sur cet échantillon, mais des résultats comparables sont présentés pour les deux autres échantillons, afin d'analyser l'effet sur les résultats des entreprises qui disparaissent peu de temps après l'émission.

L'endettement

Le tableau 10 rapporte les principales caractéristiques des distributions des quatre ratios calculés, pour chacune des années relatives à l'émission et pour chacun des échantillons.²⁴ Le volet A regroupe les résultats obtenus à l'aide de l'échantillon le plus nombreux, qui limite cependant la période d'observation à une seule année après celle où l'émission est incorporée. Les émissions ont évidemment pour effet de réduire l'endettement des entreprises, dont la médiane passe de 0,63 à 0,49 p.cent. Le ratio de la dette à long terme est également réduit de 0,17 à 0,14 p.cent. Cependant, ces deux ratios recommencent à s'accroître dès l'année +2. Le ratio de la dette totale à l'actif passe à 0,53 p.cent et celui de la dette à long terme dépasse, dès l'année 2, son niveau antérieur à l'émission.

Le volet B, qui regroupe les observations tirées de l'échantillon de 173 observations suivies durant cinq exercices, confirme la croissance de

²⁴ Il est possible que des comportements similaires puissent être observés à l'aide d'échantillons autres que celui analysé ici ou, au contraire, que les émissions RÉAQ présentent des caractéristiques spécifiques qui les distinguent des autres émissions initiales. Seule une étude comparative, qui dépasse largement le cadre de l'analyse menée ici, pourrait permettre de vérifier cette hypothèse.

l'endettement après les émissions, qui est du même ordre que celle observée pour les seuls appels initiaux à l'épargne par St-Pierre et Beaudoin (1996). Le changement d'échantillon n'affecte pas les ratios médians ni les moyennes. L'exclusion des entreprises délistées ne semble donc pas avoir d'impact important sur les résultats.

Enfin, les ratios présentés au volet C confirment la remontée lente mais constante de l'endettement des entreprises émettrices. L'endettement à long terme est, en particulier, sensiblement plus élevé après l'émission qu'avant: sa médiane s'établit à 21 p.cent contre 17 p.cent avant l'émission. Les valeurs moyennes qui sont respectivement de 34 p.cent et 20 p.cent, sont influencées par quelques valeurs extrêmes. L'existence de telles valeurs requiert l'analyse des distributions, présentée au tableau 11. On y observe l'évolution de la distribution de fréquence des ratios de la dette totale à l'actif pour les six exercices financiers entourant l'émission. L'année 1 est l'occasion d'un déplacement de l'ensemble de la distribution vers les valeurs les moins élevées. Ensuite, l'augmentation de l'endettement se traduit par un glissement de la distribution vers son niveau antérieur à l'émission. Toutefois, il semble exister encore une différence entre les distributions à l'année 4 et à l'année 0. Le test de la différence de ces deux distributions (après regroupement des classes à faible effectif) donne une valeur du chi carré de 14,17 avec 9 degrés de liberté. L'hypothèse de similitude des deux distributions ne peut donc être rejetée au seuil habituel de 5 p.cent; elle ne peut l'être qu'au seuil de 10 p.cent environ.

L'examen des distributions à l'année 5, qui n'ont pas été rapportées en raison de la baisse importante du nombre d'observations, montre que toute différence statistique entre les distributions des ratios de la dette totale à l'actif avant et après l'émission a disparu. L'effet des émissions RÉAQ sur la capitalisation des entreprises de taille petite et moyenne (moins de 250 millions d'actif) a donc été réel, mais temporaire. Trois ans après l'émission, il n'existe plus de différence statistique significative (au seuil conventionnel de 5%) entre les distributions des ratios d'endettement des 147 observations disponibles.²⁵ La lente augmentation de l'endettement est vraisemblablement liée à la faible rentabilité des entreprises,

²⁵ L'échantillon analysé ici comporte 12 cas d'entreprises qui ont procédé à des émissions multiples au cours de la période d'analyse. Il est donc possible que l'évolution de l'endettement soit modifiée, après la première émission, par les montants recueillis lors des émissions subséquentes. Pour vérifier l'ampleur du phénomène, l'ensemble des calculs a été reproduit en éliminant les émissions suivies d'un second appel à l'épargne au cours de la période d'étude. Les résultats obtenus en omettant les 15 émissions concernées ne diffèrent pas de façon importante de ceux présentés et n'ont donc pas été rapportés. Par exemple, pour l'échantillon de 147 observations, la médiane de la distribution du ratio d'endettement à l'année +4 passe de 0,55 à 0,577 alors que la moyenne passe de 0,68 à 0,698.

analysée dans la section suivante. En effet, il existe au Canada une relation inverse significative entre la rentabilité et le recours à l'endettement (Suret et L'Her, 1996). Si elle a été surtout mise en évidence à l'aide d'échantillons de grandes entreprises, cette relation peut vraisemblablement être vérifiée au niveau des entreprises de plus petite taille. Cette hypothèse conduit donc naturellement à l'analyse de la rentabilité des entreprises émettrices.

Tableau 10

Principales caractéristiques des distributions des ratios d'endettement total, et à long terme, du taux de rendement de l'avoir et de l'actif, par année, pour divers échantillon d'émissions composés sur la base de la disponibilité des données après l'émission. L'année 0 est le dernier exercice précédant l'émission. L'avoir des actionnaires n'incorpore donc pas le produit de cette émission.

Année	Ratio de la dette totale à l'actif						Ratio de la dette à long terme à l'actif total						Taux de rendement de l'avoir des						Taux de rendement de l'actif					
	-1	0	+1	+2	+3	+4	-1	0	+1	+2	+3	+4	-1	0	+1	+2	+3	+4	-1	0	+1	+2	+3	+4
Volet A: Échantillon des 192 observations disponibles jusqu'à l'exercice financier +2																								
Moy.	0,65	0,62	0,47	0,54			0,21	0,21	0,17	0,21			0,48	0,38	-0,53	-0,42			0,08	0,08	0,03	-0,01		
Méd.	0,65	0,63	0,49	0,53			0,17	0,17	0,14	0,18			0,22	0,23	0,11	0,10			0,07	0,07	0,06	0,04		
É.-type	0,26	0,24	0,22	0,24			0,24	0,20	0,17	0,17			1,86	1,82	6,11	4,93			0,19	0,15	0,14	0,22		
Étend.	2,8	2,3	1,1	1,5			2,6	1,8	1,0	1,0			21,7	27,1	65,4	75,1			2,8	2,4	1,2	2,0		
Min.	0,0	0,0	0,0	0,0			0,0	0,0	0,0	0,0			-3,3	-2,0	-64,9	-64,9			-1,7	-1,2	-1,0	-1,7		
Max.	2,8	2,3	1,1	1,5			2,6	1,8	1,0	1,0			18,5	25,1	0,5	10,2			1,1	1,1	0,2	0,4		
Volet B: Échantillon des 173 observations disponibles jusqu'à l'exercice financier +3																								
Moy.	0,65	0,62	0,47	0,55	0,70		0,21	0,21	0,17	0,21	0,27		0,50	0,40	-0,60	-0,46	-0,27		0,07	0,08	0,03	-0,01	-0,12	
Méd.	0,66	0,62	0,49	0,53	0,56		0,17	0,17	0,14	0,19	0,21		0,22	0,25	0,12	0,10	0,08		0,07	0,07	0,06	0,04	0,03	
É.-type	0,27	0,24	0,22	0,24	1,39		0,24	0,20	0,17	0,17	0,39		1,96	1,91	6,43	5,19	2,90		0,20	0,16	0,15	0,22	1,04	
Étend.	2,8	2,3	1,1	1,5	17,9		2,6	1,8	1,0	1,0	4,4		21,7	27,1	65,4	75,1	133,4		2,8	2,4	1,2	2,0	17,9	
Min.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		-3,3	-2,0	-64,9	-64,9	-35,0		-1,7	-1,2	-1,0	-1,7	0,0	
Max.	2,8	2,3	1,1	1,5	17,9		2,6	1,8	1,0	1,0	4,4		18,5	25,1	0,5	10,2	356,0		1,1	1,1	0,2	0,4	17,9	
Volet C: Échantillon des 147 observations disponibles jusqu'à l'exercice financier +4																								
Moy.	0,65	0,62	0,47	0,55	0,58	0,68	0,20	0,20	0,17	0,21	0,25	0,34	0,53	0,42	-0,35	-0,52	0,01	0,01	0,09	0,08	0,04	0,00	-0,07	-0,02
Méd.	0,67	0,62	0,49	0,53	0,55	0,57	0,17	0,17	0,15	0,19	0,21	0,21	0,24	0,25	0,12	0,11	0,09	0,06	0,07	0,07	0,06	0,05	0,04	0,02
É.-type	0,28	0,25	0,22	0,23	0,47	1,24	0,25	0,20	0,15	0,15	0,39	1,18	2,10	2,08	5,36	5,60	0,71	1,44	0,16	0,16	0,14	0,19	0,77	0,23
Étend.	2,8	2,3	1,1	1,3	5,5	15,2	2,6	1,8	1,0	0,7	4,4	14,4	21,7	27,1	65,4	75,1	9,7	22,8	2,4	2,4	1,2	1,2	9,1	2,6
Min.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,3	-2,0	-64,9	-64,9	-6,2	-13,4	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-8,9	-2,3
Max.	2,8	2,3	1,1	1,3	5,5	15,2	2,6	1,8	1,0	0,7	4,4	14,4	18,5	25,1	0,5	10,2	356,0	9,4	1,1	1,1	0,2	0,2	0,1	0,3

Tableau 11
Distributions de fréquences absolues et relatives des ratios d'endettement total et de rentabilité de l'avoir pour un échantillon constant de 142 émissions
réalisées dans le cadre du REAQ par des entreprises dont l'actif lors de l'émission était inférieur à 250 millions de \$

	Année -1	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
Volet A: Ratio de la dette totale à l'actif						
inférieur à 0,1	4	2,72%	2	1,36%	5	3,40%
de 0,1 à 0,2	4	2,72%	6	4,08%	13	8,84%
de 0,2 à 0,3	3	2,04%	8	5,44%	14	9,52%
de 0,3 à 0,4	8	5,44%	7	4,76%	23	15,65%
de 0,4 à 0,5	13	8,84%	16	10,88%	20	13,61%
de 0,5 à 0,6	22	14,97%	29	19,73%	38	25,85%
de 0,6 à 0,7	31	21,09%	28	19,05%	20	13,61%
de 0,7 à 0,8	36	24,49%	28	19,05%	4	2,72%
de 0,8 à 0,9	17	11,56%	13	8,84%	5	3,40%
de 0,9 à 1,0	4	2,72%	7	4,76%	2	1,36%
de 1,0 à 1,1	3	2,04%	1	0,68%	2	1,36%
supérieur à 1,1	2	1,36%	2	1,36%	1	0,68%
Volet B: Ratio du taux de rendement sur les fonds propres (ROE)						
inférieur a -0,1	4	2,72%	7	4,76%	7	4,76%
de -0,1 à -0,05	3	2,04%	1	0,68%	1	0,68%
de -0,05 à 0	6	4,08%	6	4,08%	11	7,48%
de 0 à 0,05	3	2,04%	5	3,40%	14	9,52%
de 0,05 à 0,1	12	8,16%	14	9,52%	28	19,05%
de 0,10 à 0,15	16	10,88%	14	9,52%	34	23,13%
de 0,15 à 0,2	16	10,88%	17	11,56%	32	21,77%
de 0,2 à 0,25	17	11,56%	9	6,12%	11	7,48%
de 0,25 à 0,3	9	6,12%	14	9,52%	5	3,40%
de 0,30 à 0,35	15	10,20%	18	12,24%	2	1,36%
de 0,35 à 0,4	12	8,16%	6	4,08%	0	0,00%
de 0,40 à 0,45	6	4,08%	6	4,08%	0	0,00%
de 0,45 à 0,5	3	2,04%	9	6,12%	1	0,68%
de 0,5 à 0,55	4	2,72%	3	2,04%	1	0,68%
plus de 0,55	21	14,29%	18	12,24%	0	0,00%

La rentabilité des entreprises admissibles

L'effet le plus net des émissions RÉAQ sur les entreprises est sans doute **la réduction importante et durable des taux de rendement de l'avoir et de l'actif**. La partie droite du tableau 10 (volet C) montre que le ROE médian passe de 25 p.cent au temps 0 à 12 p.cent lors de l'incorporation de l'émission. Il ne s'agit pas du simple effet arithmétique lié à l'augmentation des fonds propres. En effet, le ROE médian continue de décroître, pour se situer à 6 p. cent à l'exercice 4. Des évolutions similaires apparaissent aux volets A et B; la réduction de la rentabilité des entreprises émettrices ne peut donc être attribuée à des effets d'échantillon. Il faut en effet souligner que les entreprises les moins rentables ont déjà généralement disparu 3 ans après l'émission. L'évolution de la rentabilité de l'actif est également fort claire. La médiane de la distribution de ce ratio passe de 7 p.cent avant l'émission à 2 p.cent à l'année 4.²⁶

Le volet B du tableau 11 illustre l'évolution de la distribution du taux de rendement de l'avoir des actionnaires. Avant l'émission, moins de 10 p. cent des entreprises rapportaient des taux de rendement négatifs, synonymes de pertes. La proportion est 28,57 p.cent à l'année 4. À l'autre extrémité de la distribution, la proportion d'entreprises qui rapportaient des ROE supérieurs à 30 p.cent est passée de 40,8 p.cent avant l'émission à 5,4 p.cent à l'année 4. Après regroupement des classes des distributions, la valeur du chi carré de 90,89 (avec 9 degrés de liberté) permet de rejeter l'hypothèse d'égalité des distributions aux temps -1 et +4 au seuil de 1 pour 1000. Il est clair que la distribution des taux de rendement ne montre aucun signe de redressement qui pourrait faire croire à un déséquilibre temporaire imputable aux émissions. La réduction de l'effet de levier peut en partie expliquer ce déclin, mais il faut trouver ailleurs l'explication de ce phénomène. En effet, la réduction de l'endettement a été temporaire, relativement peu importante à moyen terme et ne pourrait expliquer la réduction du ROA. L'explication la plus plausible de la réduction significative et durable du taux de rendement de l'avoir est que les entreprises émettrices ne disposaient pas, au moment de l'émission, de projets dont le taux de rendement était

²⁶ Il s'agit du taux de rendement net, c'est-à-dire calculé sur la base du bénéfice net, avant postes extraordinaires. Compte tenu du changement de structure de financement, un taux de rendement avant intérêt et impôts aurait été préférable, mais il ne peut être calculé puisqu'une proportion importante des entreprises de l'échantillon ne rapportent pas les intérêts. On peut cependant supposer que la réduction des taux de rendement bruts a été encore plus marquée que celle des taux de rendement nets, en raison de la réduction des charges financières dues à l'endettement.

supérieur au coût de capital. Elles ne faisaient donc pas face, en moyenne, à un réel problème de financement, défini comme étant l'impossibilité de financer des projets rentables. Ce résultat est important, puisqu'il implique que le RÉAQ n'a pas contribué à diriger des fonds vers des applications rentables mais, au contraire, vers des projets dont le taux de rendement était si faible qu'ils n'auraient pas dû être financés.

3.4 Quelques cas particuliers

L'analyse de la section précédente porte exclusivement sur les entreprises dont l'actif est inférieur à 250 millions de \$. Si elle permet une vue d'ensemble des émissions, elle cache d'importantes disparités. Elle est en outre limitée par le fait que plusieurs entreprises ont, au cours de la période étudiée, dépassé les limites de taille qui séparent, arbitrairement, les catégories. Finalement, il devient difficile d'analyser de façon indépendante des séries de trois, quatre ou cinq émissions effectuées par la même entreprise. Ces diverses raisons ont conduit à procéder à l'étude cas par cas des entreprises de taille moyenne et grande qui ont eu recours le plus souvent au programme. Il s'agit de dix entreprises dont l'actif total est passé, au cours de la période, de 1,7 à 14,9 milliards de \$. Leur liste apparaît au tableau 12. Ces entreprises québécoises ont émis des actions dans le cadre du RÉAQ à au moins trois reprises, ce qui a justifié leur sélection dans cet échantillon. Le total des émissions dépasse 1,22 milliard de \$, mais le montant effectivement placé au Québec est de 752 millions de \$. Il reste à déterminer si les fonds ainsi souscrits ont eu un effet important sur la croissance de ces entreprises.

Pour chacune des entreprises, les principales données comptables ont été relevées à l'aide des prospectus et des rapports annuels. Le tableau 12, qui récapitule ces données, rapporte l'actif et les fonds propres au début et à la fin de la période d'analyse, la variation dans les fonds propres et les dividendes ordinaires versés. Le rapport des fonds obtenus des émissions RÉAQ à la variation des fonds propres a été calculé, de même que le rapport entre les dividendes versés et les fonds prélevés dans le cadre du régime. Le tableau 12 illustre la variété des situations des entreprises, qui peuvent être divisées en deux groupes. Dans le premier se trouvent celles qui, au cours de la période d'étude, ont versé sous forme de dividendes des montants approchant, ou dépassant, celui obtenu des émissions RÉAQ. Il s'agit de Donohue, dont les dividendes représentent 194,38 p.cent des fonds RÉAQ placés au Québec, Bombardier (126,21 p.cent), UAP (121,11 p. cent), Québecor (78,76 p.cent) et Mémotec

Data-Téleglobe (55,72 p. cent). Ensemble, ces entreprises ont versé 410,80 millions de \$ sous forme de dividendes et émis pour 388 millions de \$ d'actions auxquelles était attaché un crédit d'impôt. Il semble donc difficile de prétendre que le programme a joué un rôle important dans la croissance de ces entreprises. En l'absence de celui-ci, il aurait suffi de réduire le versement des dividendes pour disposer des fonds requis par la croissance.

Tableau 12

Montants totaux prélevés dans le cadre du RÉAQ par les entreprises de taille moyenne qui ont réalisé au moins trois émissions, évolution de leur actif et de leur avoir des actionnaires, montants versés sous forme de dividendes entre la première émission RÉAQ et 1993

	N ¹	Émissions		Actif total		Fonds propres		Aug. des fonds propres	Dividen- des	Fonds REAQ en % de l'aug. des fonds propres	Dividendes versés en % des fonds RÉAQ
		Produit brut		Lors de la première émission (79-86)	en 1993	Lors de la première émission (79-86)	en 1993				
		Total	Placé au Québec								
Bombardier	4	247,2	103,4	277,4	4270,0	98,3	984,1	885,8	130,5	11,67%	126,21%
Cascades Inc	4	65,7	64,1	24,4	1400,9	6,3	383,7	376,9	0,2	17,01%	0,27%
Donohue	3	119,2	61,5	570,4	766,2	121,3	379,6	258,3	119,6	23,82%	194,38%
Gaz Métropolitain*	5	170,2	126,4	304,8	1204,4	107,8	430,6	322,8	39,2	39,15%	31,05%
Groupe G.T.C.	3	57,3	48,2	32,9	616,1	5,7	247,7	242,0	5,3	19,92%	10,97%
Mémotec Data (Télé globe)	5	221,7	120,9	4,5	1768,2	1,0	701,4	700,4	67,4	17,26%	55,72%
Métro-Richelieu	3	84,0	84,0	257,5	587,4	43,1	241,6	198,5	0,0	42,29%	0,00%
Québécor	3	116,7	73,4	75,8	2986,6	34,5	742,3	707,9	57,8	10,37%	78,76%
Tembec	4	113,6	40,9	130,4	974,7	35,4	234,2	198,7	0,0	20,58%	0,00%
UAP	3	31,9	29,3	73,6	306,2	22,8	165,1	142,4	35,5	20,56%	121,11%
Total	37	1227,3	752,0	1751,6	14880,7	476,2	4510,3	4034,1	455,4	18,64%	60,56%

1 Nombre total d'émissions effectuées dans le cadre du régime, toutes catégories confondues.

* Les données relatives à cette compagnie sont incomplètes. L'actif au dernier exercice financier, avant le rachat des actions émises, est celui de 1991. Les dividendes n'ont été relevés que pour la période 1979 à 1982. Ils ont été rapportés au montant des émissions, placés au Québec, pour la période correspondante. Les données proviennent principalement de la base de données CANCORP.

Un second groupe est composé d'entreprises qui ont versé peu de dividendes et qui semblent avoir utilisé les fonds pour augmenter leur capitalisation. Il s'agit de Cascades, de Gaz Métropolitain, du Groupe Transcontinental GTC, de Métro-Richelieu et de Tembec. Ce n'est que pour ce sous-ensemble d'entreprises que l'on peut défendre que le programme ait pu avoir un impact sur la croissance. Cet impact peut être mesuré en exprimant les fonds émis en pourcentage de la variation nette des fonds propres. Cette mesure est une estimation de l'importance relative des émissions RÉAQ dans l'augmentation de la capitalisation. Ce pourcentage varie de 10,37 p.cent, dans le cas de Québecor, à 42,29 p.cent dans le cas de Métro-Richelieu.

Cette analyse sommaire montre que la situation des entreprises de grande taille face au régime est fort diverse. Il est difficile de tirer des conclusions générales de cet exercice, mais il semble clair que le programme ait été superflu pour la majorité des entreprises étudiées ici, puisqu'elles ont été en mesure de distribuer aux actionnaires des montants supérieurs à ceux prélevés au Québec dans le cadre du programme. Pour trois des entreprises qui ont versé peu de dividendes ordinaires, les fonds obtenus lors d'émissions RÉAQ représentent environ 20 p. cent de l'augmentation des fonds propres. Dans un seul cas (Métro-Richelieu), les fonds RÉAQ représentent une part importante de la variation des fonds propres (42,29 p.cent). Toutefois, dans ce cas précis, l'augmentation relativement faible des fonds propres est liée aux faibles bénéfices de la période 1986-1990 (1,69 millions de \$ en moyenne par année).

L'étude des entreprises qui ont le plus largement profité du RÉAQ ne semble pas mettre en évidence le caractère essentiel du programme pour financer la croissance. Il est possible qu'il ait eu un impact important pour quelques entreprises, mais la majorité de celles analysées auraient pu disposer de fonds équivalents simplement en réduisant leurs dividendes. Ces observations rapportées ici recourent celles obtenues par SECOR (1986) lors d'une étude par questionnaire. Les dirigeants d'entreprises dont l'actif dépassait 25 millions de \$ répondaient, dans une proportion de 67 p. cent, qu'en l'absence du RÉAQ, la croissance de leur entreprise aurait été identique ou seulement affectée de façon très légère. Seulement 22 p.cent des répondants ont mentionné que leur croissance aurait été nulle ou considérablement affectée.

Cette étude de cas devra être poursuivie car plusieurs questions n'ont pas été abordées. En particulier, il semble que pour plusieurs entreprises les fonds prélevés lors d'émissions RÉAQ aient permis des investissements à l'étranger ou encore des modernisations qui n'ont pas eu d'effets positifs sur l'emploi au

Québec. Il conviendra également de tenir compte des multiples facettes de l'intervention des gouvernements qui, au cours de la période étudiée, ont également accordé des subventions et des crédits d'impôt aux entreprises. Ce travail dépassait cependant le cadre de la présente étude.

3.5 Les très grandes entreprises

Bien qu'elles soient à l'origine d'une part très importante des crédits accordés dans le cadre du RÉAQ, les très grandes entreprises ne font pas l'objet d'analyses particulières dans le cadre de cette étude. La capitalisation boursière de la plupart de ces entreprises dépassait le milliard de \$ au milieu de la période d'étude.²⁷ L'argument des difficultés de financement ne peut être invoqué pour aucune de ces entreprises et l'étude de l'effet du régime sur leur endettement serait sans signification. Les seuls objectifs visés en rendant admissible au programme les actions de ces entreprises étaient la réduction du fardeau fiscal et l'accroissement de la part de l'épargne détenue sous forme de capital-actions. Le niveau d'atteinte de ces deux objectifs a été discuté par ailleurs.

4. Conclusion

Le RÉAQ visait de multiples objectifs, dont au moins un a été atteint. Il s'agit de la réduction du fardeau fiscal des contribuables, qui ont bénéficié de crédits estimés à près de 900 millions de \$. Il semble cependant exister des moyens moins complexes de réduire l'impôt des particuliers. La détention d'actions par les québécois a augmenté mais, compte tenu de la qualité d'une partie des titres émis dans le cadre du programme et des pertes encourues par plusieurs contribuables, il est possible que cet accroissement revête le caractère temporaire observé au niveau des émissions initiales. Celles-ci, tout comme les nouvelles inscriptions en Bourse, ont retrouvé le niveau (relatif à celui de Toronto) qui prévalait avant la mise en place du programme.

La stimulation de l'entrée en Bourse d'entreprises de petite taille au moyen de crédits d'impôt semble être un échec. Une proportion très faible des corporations qui ont émis des titres dans le cadre du programme a connu le succès, si l'on

²⁷ Les principales entreprises qui ont bénéficié du programme sont les suivantes (capitalisation boursière au 31 décembre 1987, en milliards de \$): Entreprises Bell Canada (10,5), Canadian Pacifique (6,18), Alcan Aluminium (5,9), Banque Royale (4,1), Banque de Montréal (3,1), Consolidated Bathurst (2,03), Banque Nationale (1,36), Power Financière (1,3).

accepte comme critère une performance boursière supérieure à celle de l'indice. La proportion de faillite et de perte importante de valeur a été particulièrement élevée parmi les entreprises de petite taille, dont les émissions ont perdu plus de 42,5 p.cent de leur valeur initiale ajustée pour la variation de l'indice. L'analyse de l'endettement des entreprises montre que l'amélioration de la capitalisation n'a été que temporaire. Après trois ans, la distribution des ratios d'endettement des entreprises dont l'actif était inférieur à 250 millions de \$ lors de l'émission est statistiquement la même que celle qui prévalait avant les émissions. L'observation la plus troublante est vraisemblablement la baisse importante de la rentabilité de l'actif et de l'actif des entreprises émettrices, qui persiste trois ans après l'émission. L'explication la plus plausible de cette situation est que les entreprises ne disposaient pas de projets rentables à financer à l'aide des émissions RÉAQ. L'étude détaillée des quelques entreprises de plus grande taille qui ont profité à plusieurs reprises du programme montre d'ailleurs qu'elles ont été souvent en mesure de verser à leurs actionnaires des montants égaux ou supérieurs à ceux ainsi prélevés.

Il semble donc difficile de démontrer que le RÉAQ ait pu avoir un effet durable sur la capitalisation des entreprises. Il a plutôt entraîné l'entrée en Bourse d'entreprises qui ne disposaient pas de projets dont le taux de rendement était supérieur au coût de financement. Il est vraisemblable, et normal, que ces entreprises aient éprouvé de la difficulté à financer ces projets en l'absence du programme. Par son intervention, le gouvernement a permis leur réalisation. Le résultat net est que celles des entreprises qui survivent ont maintenant des taux de rendement comptable très faibles et significativement inférieurs à ceux qui prévalaient avant les émissions. Cette faible rentabilité se traduit par des rendements boursiers décevants pour les investisseurs.

Il existe bien sûr quelques exceptions à cette description. Il est possible que certaines petites entreprises soient devenues des firmes de dimension mondiale en s'appuyant sur le RÉAQ. Quelques investisseurs ont également réalisé des gains appréciables. Toutefois, à l'issue de l'analyse de toutes les émissions effectuées par des entreprises dont l'actif était inférieur au milliard de \$, et après avoir étudié l'évolution de toutes les entreprises admissibles depuis leur première émission dans le cadre du programme, il nous est impossible de défendre que le RÉAQ ait eu un effet significatif sur la capitalisation et la croissance des entreprises du Québec.

Références

- Delisle, A., *Objectifs des propositions budgétaires et fiscales québécoises concernant l'augmentation des fonds propres externes des entreprises québécoises*, conférence présentée lors du Séminaire sur les nouvelles sources de financement de l'entreprise québécoise, Québec, septembre 1985.
- Jog, V.M. et A. Srivastava, *Perspectives on Canadian Initial Public Offerings: Underpricing, Long-Term Performance and the Process of Going Public*, Document de travail, Carleton University, Ottawa, avril 1995, 39p.
- Lacroix D., « Les régimes d'épargne-actions: nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'Ouest-première partie », *Canadian Tax Journal* 35 (2), 1987a, pp. 50-87.
- Lacroix D., « Les régimes d'épargne-actions: nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'Ouest - deuxième partie», *Canadian Tax Journal* 35 (2), 1987b, pp. 314-349.
- Loughran, T. et J.R. Ritter, The New Issues Puzzle, *The Journal of Finance* 50 (1), 1995, 23-51.
- Lussier, P. et K. Hawkins, *Analyse de la rentabilité des titres émis dans le cadre du RÉA*, Collection Recherche, Caisse de Dépôt et Placement du Québec, 1991, 51p.
- Martin M., *Le Régime d'épargne-actions du Québec - Un programme unique en Amérique du Nord*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec, juillet 1984.
- Martin M., *Le Régime d'épargne-actions du Québec - Mise à jour et synthèse des principales données pour les années 1979 à 1984*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec, juin 1985, 23p.
- Martin M., *Le Régime d'épargne-actions du Québec - Sept ans plus tard*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec, août 1986.
- Martin M., *Le Régime d'épargne-actions du Québec - A un tournant*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec, août 1987, 22p.

- McEnally, R. et R.B. Todd, « Systematic Risk Behavior of Financially Distressed Firms », *Quarterly Journal of Business and Economics* 32 (3), été 1993, 3-19.
- Ritter, J.R., « The Long Run Performance of Initial Public Offerings », *The Journal of Finance*, mars 1991, 3-27.
- SECOR, *L'évaluation du Régime d'Épargne -Actions du Québec*, document préparé pour l'association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, la Bourse de Montréal et la Chambre de Commerce de Montréal, 1986, 87p.
- St-Pierre, J. et R. Beaudoin, « L'évolution de la structures de financement après un premier appel public à l'épargne: une étude descriptive », *Revue Internationale PME*, à paraître, 1996.
- Suret, J-M. et J-F L'Her, *L'évolution de l'endettement des grandes entreprises canadiennes*, document de travail, Industrie Canada, janvier 1996.
- Suret, J-M., « Une évaluation des dépenses fiscales et subventions dans le domaine de la capitalisation des entreprises », *L'Actualité Économique*, juin 1993, pp. 15-38.
- Suret, J-M., « Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises: le point de vue des investisseurs », *Canadian Public Policy / Analyse des politiques*, septembre 1990, pp. 121-133.
- Suret J.M., E. Cormier et B. Lemay, « Le RÉAQ et la sous-évaluation initiale du prix des titres », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol.7, n° 3, 1990, pp. 47-56.
- Young, J.E. et J.K. Zaima, « The After Market Performance of Small Firm Initial Public Offerings », *Journal of Business Venturing* 3, 1988, 77-87.
- Young, J.E. and Zaima J.K., « Does it "Pay" to invest in small business IPOs? », *Journal of Small Business Management*, 24, 1986, 39-50.

Liste des publications au CIRANO *

Cahiers CIRANO / *CIRANO Papers* (ISSN 1198-8169)

- 96c-1 Peut-on créer des emplois en réglementant le temps de travail ? / Robert Lacroix
- 95c-2 Anomalies de marché et sélection des titres au Canada / Richard Guay, Jean-François L'Her et Jean-Marc Suret
- 95c-1 La réglementation incitative / Marcel Boyer
- 94c-3 L'importance relative des gouvernements : causes, conséquences et organisations alternative / Claude Montmarquette
- 94c-2 Commercial Bankruptcy and Financial Reorganization in Canada / Jocelyn Martel
- 94c-1 Faire ou faire faire : La perspective de l'économie des organisations / Michel Patry

Série Scientifique / *Scientific Series* (ISSN 1198-8177)

- 97s-39 Seasonal Adjustment and Volatility Dynamics / Eric Ghysels, Clive W.J. Granger et Pierre L. Siklos
- 97s-38 How Do young People Choose College Majors? / Claude Montmarquette, Kathy Cannings et Sophie Mahseredjian
- 97s-37 A General Equilibrium Analysis of the Evolution of the Canadian Service Productivity / Pierre Mohnen et Thijs ten Raa
- 97s-36 Moving towards the Virtual Economy: A Major Paradigm Shift / Louis A. Lefebvre et Élisabeth Lefebvre
- 97s-35 Seasonal Time Series and Autocorrelation Function Estimation / Hahn Shik Lee, Eric Ghysels et William R. Bell
- 97s-34 Do Canadian Firms Respond to Fiscal Incentives to Research and Development? / Marcel Dagenais, Pierre Mohnen et Pierre Therrien
- 97s-33 A Semi-Parametric Factor Model of Interest Rates and Tests of the Affine Term Structure / Eric Ghysels et Serena Ng
- 97s-32 Emerging Environmental Problems, Irreversible Remedies, and Myopia in a Two Country Setup / Marcel Boyer, Pierre Lasserre et Michel Moreaux
- 97s-31 On the Elasticity of Effort for Piece Rates: Evidence from the British Columbia Tree-Planting Industry / Harry J. Paarsch et Bruce S. Shearer
- 97s-30 Taxation or Regulation: Looking for a Good Anti-Smoking Policy / Paul Leclair et Paul Lanoie
- 97s-29 Optimal Trading Mechanisms with Ex Ante Unidentified Traders / Hu Lu et Jacques Robert

* Vous pouvez consulter la liste complète des publications du CIRANO et les publications elles-mêmes sur notre site World Wide Web à l'adresse suivante :

<http://www.cirano.umontreal.ca/publication/page1.html>