

LA CAPITALISATION BOURSIÈRE EN FRANCE AU XX^e SIÈCLE

Antoine BOZIO

MÉMOIRE DE DEA, « Analyse et Politique Economique »
DELTA, Paris
EHESS, Ecole Normale Supérieure, ENSAE, Ecole Polytechnique

Septembre 2002

Sous la direction de Thomas PIKETTY

Rapporteur : Pierre-Cyrille HAUTCOEUR

Remerciements

Je tiens à remercier mon directeur de mémoire, Thomas Piketty, qui fut à la fois extrêmement disponible et plein de suggestions efficaces pour ce travail, qui lui doit beaucoup.

Je remercie en outre chaleureusement Pierre-Cyrille Hautcoeur et Muriel Petit pour leur aide précieuse et pour les données ESF, qu'ils m'ont si facilement laissé utiliser. Leurs connaissances historiques et économiques des marchés financiers français furent à bien des égards salutaires et le travail qu'ils ont entrepris apportera bien des lumières sur les points qui restent obscurs à ce jour.

Qu'ici soient aussi remerciés, dans l'ordre alphabétique, Pedro Arbulu, Monsieur Douëzy (Euronext), Valérie Labarthe (Euronext) et Jean-Laurent Rosenthal, qui tous m'ont apporté leur aide.

Résumé :

Notre étude a établi une série de capitalisation boursière des actions françaises cotées en France depuis 1900 jusqu'à juin 2002. Nos résultats confirment ceux de Rajan et Zingales (2001) sur l'existence avant 1914 d'un marché financier d'actions très développé en France, qui ne sera dépassé qu'en 1996. Ils réfutent ainsi l'explication avancée par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1996, 1997, 1999) d'un déterminisme du système légal. En décomposant le ratio de la capitalisation boursière au PIB en un effet de valorisation et un effet de champ, nos données nous obligent à reconnaître que l'effet de valorisation prime nettement, sauf au début du siècle, où le champ de l'économie couvert par le marché boursier semble nettement plus important que dans le reste du siècle. En particulier, nous ne parvenons pas à établir une augmentation sensible de la part de l'économie couverte par le marché boursier à la fin du siècle, laissant l'augmentation de la capitalisation boursière essentiellement à un effet de valorisation excessif. Celui-ci semble avoir presque disparu avec la baisse de l'été 2002, avec des ratios de valorisation qui retrouvent leur moyenne séculaire.

SOMMAIRE

	Pages
<i>Remerciements</i>	2
<i>Résumé</i>	3
Introduction : Pourquoi s'intéresser à la capitalisation boursière ?.....	5
SECTION 1 : REVUE DE LITTÉRATURE	
1. La littérature sur le développement financier.....	8
2. Le déterminant du système légal.....	13
3. L'explication technologique.....	16
4. L'impact de la mondialisation : la courbe en U de Rajan et Zingales.....	17
5. La controverse sur le cas français.....	19
SECTION 2 : PRÉSENTATION THÉORIQUE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE	
1. Définition de la capitalisation boursière.....	21
2. Déterminants théoriques.....	22
3. Effet champ et effet valorisation.....	26
SECTION 3 : PRÉSENTATION DES DONNÉES ET DES INSTITUTIONS BOURSIÈRES	
1. Les marchés boursiers français au XX ^e siècle.....	27
2. Typologie des titres d'actions.....	30
3. Les données.....	32
SECTION 4 : RÉSULTATS	
1. Aperçu historique du XIX ^e siècle.....	40
2. Les séries établies.....	41
3. La question du champ.....	49
4. Deux effets : champ et valorisation.....	62
SECTION 5 : PERSPECTIVES	
1. Les déterminants de l'effet valorisation.....	66
2. Les déterminants de l'effet champ.....	70
3. Ebauche d'une étude sectorielle.....	77
Conclusion.....	79
<i>Annexes</i>	81
<i>Sources et Bibliographie</i>	126
<i>Table des tableaux et graphiques</i>	139
<i>Table des matières</i>	144

Introduction : Pourquoi s'intéresser à la capitalisation boursière ?

Pourquoi s'intéresser à la capitalisation boursière ? A première vue, cet agrégat ne recèle aucun enjeu de taille ; surtout, on le croît largement connu et étudié pour qu'il soit d'une quelconque utilité de s'y attarder. Or, on va le voir, c'est un agrégat à la signification assez ambiguë, dont on connaît encore mal l'historique et les facteurs d'évolution. Il est de plus très largement utilisé, à la fois par la presse, par les spécialistes des marchés financiers et par les chercheurs qui s'intéressent à la question du développement des marchés financiers.

Commençons par rappeler une définition connue de tous : la capitalisation boursière est la somme, pour toutes les sociétés cotées, du produit du cours de leurs actions par le nombre de titres émis. Elle représente, en théorie, la valeur, estimée par le marché, de l'ensemble des sociétés cotées.

C'est la presse, et de plus en plus la presse non spécialisée, qui utilise abondamment le critère de la capitalisation boursière. Lorsqu'on consulte le dossier de presse que consacre la Commission des Opérations de Bourse (COB) à cette notion, on ne peut qu'être surpris sur l'abondance des dossiers spéciaux, des classements des cinquante plus grosses capitalisations boursières, et des fiches techniques que les journaux français lui ont périodiquement dédiés. Tous soulignent que pour analyser la situation boursière d'une entreprise, la capitalisation est loin d'être la statistique parfaite, mais qu'à défaut de mieux, on ne peut se passer de la prendre en compte au premier abord.

Dans un article de l'AGEFI, J-P. Betbeze revient sur le concept de capitalisation boursière en le considérant comme un « concept dangereux » : l'économiste souligne l'ambiguïté d'une notion de patrimoine qui n'en est pas moins potentielle, soumise à l'évaluation constante du marché. La liquidité peut être parfaite, si le fait de vendre ou d'acheter des actions revêt un signal sur la valeur du patrimoine, un gros propriétaire ne peut pas vendre une partie de ses actions sans faire perdre de la valeur à celles qu'il souhaite conserver.

Mais la capitalisation boursière est surtout un des critères clefs de la littérature économique sur les marchés financiers. De nombreuses études américaines ont cherché à mettre en évidence le rôle joué par les marchés financiers dans le développement économique. Deux courants peuvent être distingués : l'un s'intéresse à mettre en évidence l'importance du développement financier dans la croissance économique avec les travaux de King et Levine (1993), Levine (1996) et Rajan et Zingales (1998), l'autre, plus récent, dans lequel va se situer cette étude, cherche à indiquer quelles sont les bonnes institutions financières et juridiques qui

sont favorables au développement financier. Tout au long de cette littérature, les auteurs ont essayé d'établir des indices du développement financier, en utilisant différents ratios (capitalisation au PIB, sociétés cotées à la population...) qui toutes avaient leurs avantages et leurs défauts – en particulier, si le marché boursier anticipe la croissance des profits, il est normal que croissance et ratio capitalisation au PIB soient corrélés. La question essentielle est donc de pouvoir comparer la capitalisation boursière à un autre agrégat, qui donne une vision la plus précise possible du degré de l'économie qui passe par le marché financier. L'autre ratio couramment utilisé est celui du volume de transactions rapporté, soit au PIB, soit à la capitalisation boursière. Ce ratio vise à rendre compte un effet de liquidité ; cette étude va aussi s'y intéresser, mais principalement dans la période récente où les données sont disponibles – nous présenterons une estimation pour le début du siècle. Cette ambiguïté de la capitalisation boursière et la difficulté de la comparer de façon pertinente rend son étude d'autant plus intéressante.

Les articles les plus récents de cette littérature mettent en évidence, par des comparaisons en coupe internationale, sur les différences considérables que l'on constate du ratio capitalisation au PIB même au sein de pays au développement économique similaire. En un trait, on pourrait dire que les études de La Porta-Shleifer-Vishny (1996 ;1997 ;1998 ;1999) insistent sur l'aspect légal et soulignent que les pays de droit civil français ont une mauvaise protection des petits actionnaires et ne permettent donc pas le développement du marché financier. A quoi répondent Rajan et Zingales (2001) dans une étude historique en coupe internationale que le mouvement de mondialisation est un moteur plus exact du développement financier, bien plus que le bonheur d'avoir été colonisé par les Britanniques. Ils mettent en évidence un fort développement financier en 1913, une courbe en U lors des grandes crises autour de la seconde guerre mondiale et un rattrapage très récent. Une grosse partie de la controverse prend appui sur des données des pays de droit civil français, au premier lieu desquels se trouve la France. Or les données historiques françaises sur la capitalisation boursière étaient, jusqu'à peu, fort lacunaires et c'est sous l'impulsion de quelques chercheurs (Arbulu, Hautcoeur, Petit) que l'on commence à s'aventurer en pays connu. En s'appuyant sur les données de ces chercheurs et en les complétant dès que possible par une saisie personnelle, nous avons pu établir une évaluation de la capitalisation en actions sur l'ensemble des marchés financiers français : ces résultats confirment ceux de Rajan et Zingales (2001), bien que la courbe en U soit atténuée, et semblent infirmer, par l'existence passée de marchés par actions fort développés en France, la thèse légaliste soutenue par La Porta et al.

La bonne compréhension du développement boursier, des différents rendements que les marchés ont pu offrir au cours du siècle, et de la part de l'économie qui est régie par des règles boursières est aussi d'un intérêt considérable pour l'étude des inégalités, de revenu et de patrimoines, en longue période : on sait par exemple la place qu'occupe le marché boursier dans l'accumulation des grandes fortunes américaines, mais on connaît beaucoup moins le rôle qu'a pu jouer la bourse française dans le jeu des inégalités hexagonales. Piketty (2001) donne des indications précises sur les revenus tirés des valeurs mobilières chez les hauts revenus, mais ce panorama doit être complété par une analyse de la part globale que tient la bourse dans l'économie nationale et la façon dont on peut la comparer avec les autres pays industrialisés.

Il faut en outre remettre ce travail dans son contexte plus général de redécouverte d'une « culture des actions », comme l'hebdomadaire britannique *The Economist* aime à appeler le formidable développement des marchés d'actions depuis une quinzaine d'années. Assiste-t-on vraiment au retour de la culture des marchés financiers qui prévalait en Europe avant la Grande Guerre ? Comment quantifier la part de l'économie qui utilise véritablement le marché ? Que penser de la chute récente des marchés boursiers : correspondent-ils à une surréaction à la baisse, à la suite des scandales comptables découverts outre-atlantique ou est-ce un retour à des ratios conformes à la tendance séculaires ?

Cette étude se donne donc une triple ambition : il s'agit d'abord d'établir une série de capitalisation boursière française pour le XX^e siècle aussi précise que possible, en particulier d'arriver à estimer les montants qui concernent la coulisse et les bourses de province. Puis, pour que toute comparaison soit possible, il faut chercher à circonscrire le champ concerné par celle-ci, c'est-à-dire la part de l'économie qui est cotée. Enfin, nous utiliserons ces informations pour donner des clefs d'explication de l'évolution de la capitalisation boursière et du développement financier en France au XX^e siècle, afin de répondre en partie aux questions laissées en suspend jusqu'alors dans la littérature.

Dans une première section I, nous allons passer en revue la littérature consacrée au développement financier, et en particulier celle qui s'intéresse aux déterminants du développement financier. Puis à la section II, une présentation théorique rapide de la capitalisation boursière nous amènera à décrire les données que nous avons à disposition à la section III, avant d'en présenter les résultats en section IV. Comme nous allons insister dans cette section sur les effets de champ et de valorisation, nous réservons la dernière section V à une présentation des explications alternatives, qui n'auront pas été poussées aussi loin.

SECTION 1 : REVUE DE LITTÉRATURE

Notre travail est une modeste contribution à une très vaste littérature économique, à la fois théorique et empirique, qui cherche à établir les liens entre le développement financier et le développement économique. Le sujet a engendré une énorme quantité de publications et depuis quelques années un long et patient travail de collection des données a vu le jour. L'enjeu est de taille car il s'agit de savoir dans quel sens va la corrélation entre le développement des marchés financiers et la croissance, s'il est juste de conseiller les pays en voie de développement de les favoriser, et quels sont vraiment les facteurs qui leurs sont favorables.

1.1. La littérature sur le lien entre développement financier et économique.

Cette question a longtemps été nourrie par le débat séculaire entre l'économie financée par le marché et l'économie financée par les banques et par l'opposition entre le modèle anglo-saxon et les modèles allemands et japonais. Selon la réussite des économies de l'une ou l'autre région, des études ont cherché à comprendre leur supériorité relative. Dans les années 50-60, la recherche a insisté sur les vertus du système bancaire et sur le filtre de l'information sur les entreprises qu'il permettait, mais avec le renouveau des marchés financiers dans les années 80, l'attention s'est portée sur les marchés financiers. Dans un ouvrage classique, *Economic Backwardness in historical perspective* (1962), Gerschenkron propose la synthèse suivante : le système bancaire est un système de pays en retard par rapport à un pays leader ; un financement par le marché est au contraire plus performant pour susciter l'innovation, qui sera sa seule source de croissance – le pays suiveur peut croître en imitant le leader et en réalisant des économies d'échelle.

Il faudrait alors distinguer deux types de littérature, qui se concentrent sur des questions différentes : la première vise à établir (ou à dénoncer) les relations de causalité entre le développement des marchés financiers et la croissance ; la seconde s'intéresse aux déterminants du développement financier.

1.1.1. Impact théorique du développement financier sur la croissance

D'un point de vue théorique, cinq effets ont été distingués par les économistes pour expliquer l'influence qu'ont les marchés financiers sur la croissance économique :

1.1.1.1. Acquérir de l'information

Le marché financier est un moyen de faire le tri entre les idées qui valent la peine d'être développées, sur lesquelles les investisseurs ont le plus d'intérêt à mettre leur argent. Le capital-risque peut jouer ce rôle de filtre qui sera validé par la suite par le marché. C'est l'approche qu'adoptent Greenwood et Jovanovic (1990) dans leur article. Le fait de se présenter sur un marché financier est une façon de « devenir public » (la terminologie anglaise est là plus parlante), et donc de devoir publier dans la presse, aux assemblées générales ou aux agences de rating toute l'information qui est demandée. Si l'exigence de transparence est une habitude récente, la presse financière du début de siècle révèle l'attention des contemporains à rassembler de l'information sur les sociétés cotées afin d'éclairer leur choix d'investissement.

1.1.1.2. Diversification du risque

C'est un des résultats de base de la finance. La diversification permet de réduire le risque global. Elle est donc un facteur puissant de croissance. Acemoglu et Zilibotti (1997) proposent une explication intéressante de la croissance de longue période, par la possibilité progressive de la diversification des risques, pour laquelle les marchés financiers jouent un grand rôle. L'article permet en outre de raffiner la considération de la causalité entre marché et croissance, puisque si le développement financier permet d'augmenter la croissance en rendant possible des prises de risque plus importantes, il faut comme préalable atteindre un niveau de richesse suffisant pour que la diversification soit possible. On peut distinguer normalement deux effets distincts : un effet de portefeuille qui stipule que la fraction de la richesse investie dans des actifs risqués augmente et un effet d'épargne, plus ambigu. Saint-Paul (1992) et Obstfeld (1994) montrent qu'une augmentation de la diversification peut avoir théoriquement aussi bien un effet positif que négatif sur l'épargne globale.

1.1.1.3. Effet de liquidité

La liquidité est un élément clé de l'analyse du développement des marchés financiers. En effet, le marché permet aux prêteurs de vendre leurs titres lorsqu'ils en ont besoin, sans entamer le projet d'investissement qu'ils ont soutenu jusqu'alors. Le marché a ainsi la fonction de convertir de l'épargne à plus ou moins court terme en un financement de long terme. Plus un marché va être liquide, moins les primes de risque demandées par les investisseurs vont être importantes et donc plus les entreprises trouveront facilement un financement.

La liquidité est aussi un facteur majeur de l'évolution des marchés financiers : la progressive concentration des places boursières et le dépérissement des places secondaires (comme les bourses de province en France) sont largement dus à l'effet de liquidité provoqué par la taille des marchés. Le gain en liquidité a un prix très important qui peut se mesurer à l'aune de l'augmentation substantielle du price-earning ratio (on estime ainsi le passage d'un titre non liquide à un titre liquide, d'un PER de 3-4 à 10¹).

1.1.1.4. Mobiliser l'épargne

Les marchés ont comme les banques, la fonction de mobiliser de larges fonds d'épargne. C'est particulièrement au cours des périodes d'expansion technologique très gourmandes en capital que les marchés se sont développés – les canaux puis les chemins de fer ont été le fer de lance de l'expansion financière du XIX^e siècle.

1.1.1.5. Contrôler les entreprises

Les cours des titres sont censés être très sensibles à la qualité de la gestion d'une entreprise et à la stratégie mise en œuvre par l'équipe dirigeante. Selon Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1996), un meilleur contrôle des entreprises va favoriser un investissement efficace et donc à terme la croissance.

¹ Selon PC Hautcoeur, cours du DEA Analyse Politique et Economique, « Leçons d'histoire économique ».

1.1.2. Etudes empiriques du lien entre la croissance et le développement financier

Les études empiriques ont pris sur cette question une importance cardinale due au fait que les travaux théoriques ne sont ni unanimes ni dénués d'ambiguïté concernant les modalités et l'existence de la causalité entre marché financier et croissance. Mais c'est aussi l'existence de données fiables qui a permis assez rapidement d'effectuer des travaux empiriques très attendus.

1.1.2.1. Les mesures du développement financier

On peut distinguer trois types de mesure :

- La taille : elle est représentée par le ratio de la capitalisation boursière au PIB
- La liquidité : on la mesure soit par le ratio du volume des transactions au PIB, soit par ce volume rapporté à la capitalisation elle-même.
- La diversification des risques : elle est parfois estimée par un modèle de Korajczyk (1996) qui cherche à mesurer le degré de diversification internationale.

1.1.2.2. Les premières régressions et les ambiguïtés intrinsèques de la corrélation

King et Levine (1993) ont effectué une première régression mettant en évidence une corrélation entre le développement financier et la croissance. Levine (1996) précise ces travaux en s'attachant spécifiquement aux marchés financiers. L'idée des régressions est simple : les auteurs choisissent le PIB par habitant comme variable expliquée, et prennent comme variable explicative, les différentes mesures du développement financier et des variables de contrôle habituelles (stabilité politique, macroéconomie, fiscalité, capital humain...).

Levine (1996) établit une forte corrélation entre croissance et liquidité. Le ratio capitalisation boursière au PIB est aussi corrélé à la croissance économique, mais Levine et Zervos (1998) soulignent le problème d'endogénéité de cette corrélation : en effet, la capitalisation boursière reflète le prix des actifs, qui sont censés représenter la valeur actualisée des dividendes futurs. La capitalisation boursière reflète donc les anticipations de croissance pour les années à venir. Cette variable est donc fortement endogène dans une régression du taux de croissance. C'est pourquoi, la donnée essentielle, qui est robuste pour l'impact des marchés financiers, semble être la liquidité des marchés – qui n'est pas indépendante de la taille de ceux-ci mais a l'avantage de ne pas être endogène et de fournir une explication convaincante du mécanisme en jeu.

1.1.2.3. Mise en évidence de la causalité ?

Rajan et Zingales (1998) tentent de proposer une méthode pour évaluer le sens de la causalité. Il est tout à fait possible que la corrélation mise en évidence plus haut ne soit que le fait que les marchés financiers se développent avec la croissance économique. Ils cherchent à vérifier que les secteurs industriels ayant le plus de besoin de financement se développent plus vite dans les pays où les marchés financiers sont les plus développés. Leur hypothèse est validée même s'ils prennent le besoin de financement américain comme référence pour évaluer ceux des autres pays.

Ce pan de la littérature économique a donné lieu à de vastes études, et de nombreux travaux empiriques sont d'actualité pour étayer les tests de corrélation et surtout améliorer la mesure du développement financier. La mesure idéale serait la part de l'économie dont le financement est réalisé par le marché financier. C'est une des ambitions de notre travail en étudiant la capitalisation boursière, de déterminer le champ exact de l'économie qu'elle représente. La tâche – on le verra dans la partie IV – est plus ardue qu'elle n'aurait pu paraître.

Mais notre travail s'inscrit avant tout au sein d'un courant plus récent de recherche visant à cerner les déterminants du développement financier.

1.1.3. Les déterminants du développement financier

Ce domaine de recherche a été impulsé par la propension plus grande des économistes dans les années 90 à rechercher des facteurs politique, juridique ou plus généralement de respect de l'Etat de droit pour expliquer des variables économiques comme la croissance (Barro, 1991) ou, comme ce qui nous intéresse ici, le développement financier.

Les premières recherches ont été celles de financiers intéressés à saisir l'impact de la fiscalité sur les cours et donc sur la capitalisation boursière (Campbell et Beranek, 1955 ; Elton et Gruber 1970 ; Poterba et Summers 1984).

Vers la fin des années 90, quelques chercheurs américains ont constitué une large base de données couvrant la plupart des pays dotés de marchés financiers afin de les classer par origine juridique (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1996, 1997, 1999). A l'opposé de cette explication juridique, Rajan et Zingales (2001) vont proposer une explication en terme d'économie politique, l'ouverture internationale jouant le rôle de pression sur des marchés financiers confisqués pour l'avantage d'investisseurs nationaux et traditionnels. Le caractère commun à ces deux explications est le fait que le mécanisme par lequel transite la

croissance des marchés financiers est la protection des petits actionnaires et l'ouverture aux participants externes. On ne peut donc complètement détacher cette littérature d'une étude de la concentration (ou non) de l'actionnariat sur ces marchés.

Enfin, il existe une troisième catégorie d'explication de l'évolution de la capitalisation boursière, d'ordre technologique. Jovanovic et Rousseau (2001) proposent ainsi de décomposer un siècle de marché financier américain en vague d'innovations technologiques, qui concentrent la création de valeur boursière, à la façon des crus de grands vins.

Ce sont ces différents types d'explication que nous allons maintenant considérer, avant de voir en quoi les données françaises peuvent préciser cette vision générale.

1.2. Le déterminant du droit.

La remarque de base des travaux de ce groupe d'auteurs (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1998, 1997, 1999) est le constat des énormes différences de ratio de capitalisation boursière d'un pays à un autre, malgré les niveaux de développement relativement similaires. Les pays anglo-saxons, remarquent les auteurs, font preuve d'un développement financier bien supérieur aux pays continentaux, à la fois du Nord de l'Europe et du bassin méditerranéen.

Pour expliquer ces différences, les auteurs de cette série d'articles adoptent la démarche suivante : d'abord voir l'effet du système légal sur la protection des actionnaires, puis sur la concentration de l'actionnariat et enfin l'effet total sur la capitalisation boursière.

Dans un de leurs premiers articles, *Law and Finance* (1998), ils classent tous les pays possédant un marché financier, selon l'origine légale de leur droit : un droit d'origine « common law » (les pays anglo-saxons et leurs anciennes colonies), de droit civil français (France, Italie, Espagne et leurs anciennes colonies), de droit germanique (Allemagne, Suisse, Autriche, Japon, Corée du Sud et Taiwan) ou de droit scandinave (tous les pays scandinaves et le Danemark). Le concept central qui autorise les auteurs à procéder à cette analyse en coupe internationale est le constat que les pays ont adopté de façon involontaire les droits de leurs colonisateurs ou de leur sphère d'influence linguistique. Une famille légale peut donc être considérée comme exogène par rapport à la structure financière du pays. Les auteurs font en outre l'hypothèse que la protection des investisseurs contribue au financement externe, et donc à l'efficacité économique.

Ils rassemblent des données juridiques sur un certain nombre de variables concernant la protection des actionnaires : ces variables vont du principe « une action pour une voix », à la

possibilité de voter par courrier, l'obligation ou non de déposer les actions avant une assemblée générale, le droit de vote cumulatif pour des directeurs (qui permet aux actionnaires minoritaires de favoriser l'un de leurs représentants), le droit d'attaquer en justice les directeurs, ou d'obliger le rachat des actions par la société en cas de désaccord de l'actionnaire avec des mesures fondamentales, le pourcentage du capital nécessaire pour appeler une assemblée extraordinaire et le droit à des dividendes obligatoires (les auteurs considèrent cette dernière variable comme une compensation à une mauvaise protection juridique).

Les résultats de cette première étude sont frappants : les pays de *common law* présentent une meilleure protection des actionnaires minoritaires et une moins forte concentration des sociétés cotées – les trois plus grands actionnaires détiennent en moyenne 45 % de la société dans les pays de droit commun contre 56 % dans les pays de droit français ; certes, ces différences sont en partie dues à l'importance de l'Etat chez ces derniers : quand on exclut l'Etat, ces chiffres tombent respectivement à 41 % contre 45 %. Les auteurs se demandent si la différence de protection légale des investisseurs n'est pas compensée par une meilleure application des lois existantes, ce qui réduirait en pratique les écarts constatés. Ils utilisent cinq mesures de l'application des lois, selon les agences de rating et de risque pays : efficacité du système judiciaire, état de droit (application des lois), corruption, risque d'expropriation et risque de répudiation des contrats. Les résultats diffèrent un peu du classement précédent, puisque les pays de droit germanique et scandinave ont de loin les meilleurs résultats dans l'application des lois et la sécurité juridique. Mais les auteurs remarquent que les pays de droit civil français sont bon derniers, encore une fois, ce qui ne compense en rien leurs autres mauvais scores. La question reste donc pourquoi le droit civil français est resté si répandu, et a-t-il vraiment un impact sur le développement financier.

C'est à cette question que les auteurs veulent répondre dans leur article « *Legal Determinants of External Finance* », (1997). Ils utilisent les mêmes variables et classement légal que dans leur étude précédente, mais ajoutent comme variable dépendante un ratio de capitalisation boursière. La capitalisation boursière est rapportée au PIB, mais pour mesurer l'apport véritable de financement externe, les auteurs retranchent à cette capitalisation la part moyenne des trois plus gros actionnaires parmi les dix plus grosses sociétés. Les autres variables sont le nombre de sociétés cotées par millions d'habitants, le nombre d'introduction en bourse, la capitalisation boursière des obligations, et quelques données micro sur des grosses sociétés (capitalisation/ventes, capitalisation/cash-flow). Les données sont celles de 1995-96. Les différences sont là encore très fortes : la moyenne du ratio de capitalisation

boursière au PIB (tel qu'il est défini par les auteurs) dans les pays de droit commun est de l'ordre de 60 % contre 21 % dans les pays de droit français et 46 % dans les pays de droit germanique. Même si l'on ne considère que les grands pays industrialisés les différences restent fortes : les Etats-Unis se situent à 58 %, la Grande-Bretagne à 100 %, tandis que la France avoisine les 23 %, l'Italie les 8 % et l'Espagne 17 %. Même l'Allemagne fait pâle figure dans son groupe avec 13 %. Ces écarts se maintiennent pour les autres variables : le ratio du nombre de sociétés cotées rapporté à la population (en millions) est de 35 pour les pays de droit commun contre 10 pour les pays de droit français, ces chiffres, pour le ratio d'introduction en bourse à la population, sont respectivement de 2,23 et de 0,19.

Les régressions qu'effectuent les auteurs visent à contrôler ces explications légalistes par le PNB ou le taux de croissance. La moitié de la différence moyenne constatée entre les pays de droit français et ceux de droit anglais est expliquée par les indicateurs « anti-director rights ». Les résultats sont moins prononcés que dans le tableau décrivant les variables du fait que les pays germaniques et scandinaves ont de très bons scores de « rule of law », ce qui atténue les différences.

Les auteurs soulignent que s'ils ont été critiqués pour leur article précédent (1996) sur le fait qu'ils utilisaient des indicateurs trop sévères pour les pays de droit français, cet article met en évidence le fait que ces indicateurs n'expliquent pas toutes les différences constatées et que ce sont bien les différences de système légal qui capturent les variations. Les auteurs concluent en se demandant quels sont les mécanismes qui expliquent que la famille des pays de droits français soit si hostile aux investisseurs et si favorable aux familles et à l'Etat.

Les critiques sont faciles face à ce genre de régressions en coupe internationale, mais il convient néanmoins de faire quelques remarques :

- Le classement des pays selon des origines légales historiques ne saisit pas l'importance des modifications juridiques récentes (évolution au sein de l'Union européenne, et modification du droit financier dans de nombreux pays).
- Si c'est l'origine légale historique de l'on exhibe par ces données, alors une analyse historique devrait les confirmer : c'est l'approche que choisissent Rajan et Zingales (2001) pour réfuter cette thèse.
- Enfin, il faut bien distinguer deux questions relativement différentes que l'article de ces auteurs a tendance à confondre : d'un côté il faut voir si le droit est un déterminant essentiel de la concentration de l'actionnariat (et là ces travaux donnent des conclusions plus robustes), d'un autre côté il est une question différente de savoir si le

droit est facteur clef dans l'explication du niveau de développement de la capitalisation boursière. Or, on l'a vu, le ratio de capitalisation boursière au PIB utilisé par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny est pondéré par un indice de concentration de l'actionnariat.

Face à cette théorie du déterminisme légal, deux explications concurrentes cherchent les déterminants du développement financier.

1.3. L'explication technologique.

Les travaux de Boyan Jovanovic concernent surtout une analyse technologique de l'évolution des marchés financiers : Les changements majeurs dans l'évolution de la taille et de l'activité des marchés sont essentiellement dus aux révolutions industrielles, soit grandes consommatrices de capitaux (comme les chemins de fer), soit qui promettent des gains de productivité et des revenus futurs importants (électricité, Internet...).

Dans son article *Vintage Organization Capital* (2001), coécrit avec Peter Rousseau, il vise à mettre en évidence à partir de données sur 114 ans de marché boursier américain un effet de cohorte que les auteurs appellent « capital organisationnel ». Il s'agit de spécificités technologiques propres à une période pendant laquelle l'investissement produit plus de valeurs. Les auteurs assimilent cette caractéristique aux crus des vins (d'où le titre de l'article). Ils distinguent trois vagues technologiques : électricité (1895-1930), l'après seconde guerre mondiale, et les technologies de l'information à partir de 1970. L'énigme qu'ils ne parviennent pas à expliquer est le délai assez long (entre 15 et 30 ans) entre la mise en place de la technologie et la valorisation de son application par le marché boursier.

Ils utilisent la capitalisation boursière de chaque société aujourd'hui cotée sur un marché américain et les classent par année d'introduction. Les vagues technologiques apparaissent nettement. Une grande partie de l'étude consiste à vérifier que ces effets ne sont pas la résultante de fusions ou de bulle ; leur conclusion est négative.

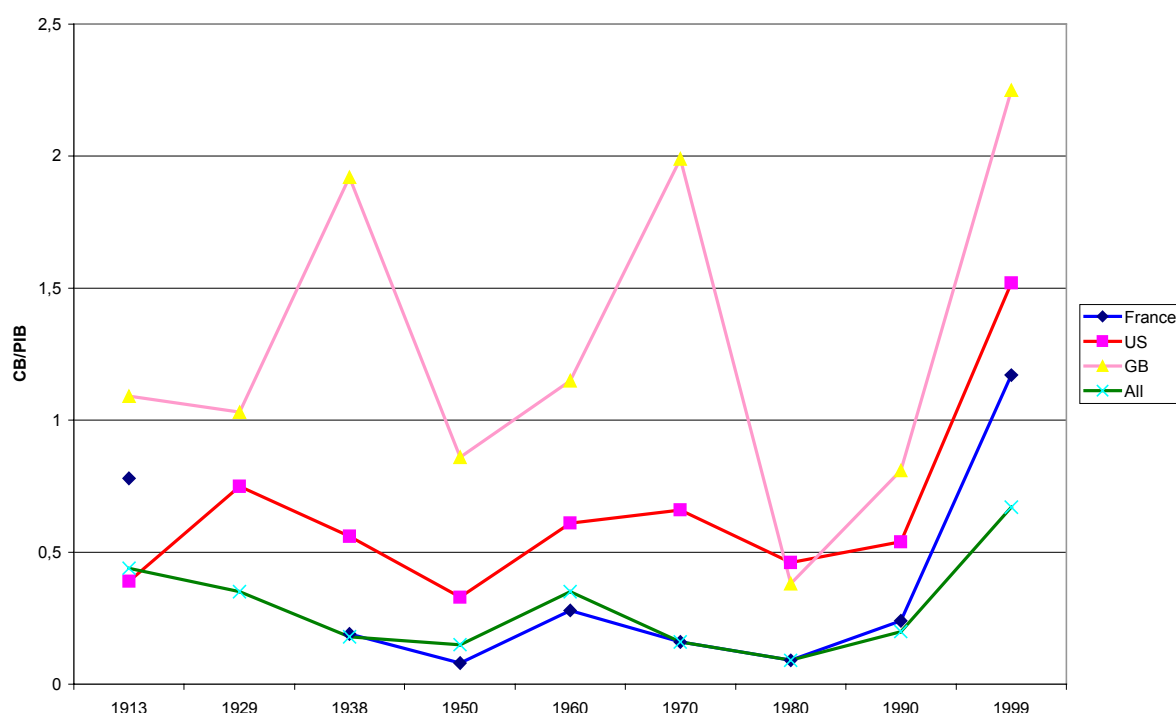
Cette explication microéconomique de la capitalisation boursière, bien que séduisante, ne va nous intéresser précisément que pour une analyse sectorielle de la bourse ; en effet, les différences que l'on va constater au cours du siècle sur le ratio de la capitalisation boursière ne coïncident pas vraiment avec les vagues technologiques, sauf dans la période de mise en place des marchés financiers au XIX^e siècle et pendant les périodes de bulle spéculative (années 1920 et 1990). De plus, la thèse technologique de Jovanovic est très marquée par la

valorisation excessive des valeurs technologiques en 1998 qui rend suspectes ces conclusions.

1.4. Rajan et Zingales : courbe en U et ouverture

Rajan et Zingales ont entrepris de répondre dans leur article “*The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20th Century*”, (2001) aux questions soulevées par les papiers de La Porta et al. d’une façon ambitieuse et très intéressante : en prenant une perspective historique sur la capitalisation boursière.

Ils examinent le développement des marchés financiers depuis 1913 dans 22 pays et concluent à une description en U de l’évolution, avec un fort développement en 1913, supérieur à celui de 1980, rendant l’explication par les systèmes légaux peu crédible. Il faut en particulier attendre les années 1990 pour que le niveau de développement financier dépasse celui de 1913. En outre la distinction entre les pays anglo-saxon et l’Europe continentale ne tient pas en 1913 et semble disparaître aujourd’hui, ce qui en fait plutôt un phénomène de l’après guerre.



Graphique 1 : Ratio de capitalisation boursière au PIB selon Rajan et Zingales (2001)

Ils formulent alors une théorie de rechange, de « groupes d’intérêt » supportant ou refusant le développement du marché financier. Les *insiders* ont peur du développement financier car ils craignent une augmentation de la compétitivité qui nuirait à la rente qu’ils

conserver et s'opposent à l'extension des marchés financiers. Quand un pays s'ouvre aux flux de capitaux et au commerce, la pression extérieure rend plus difficile l'opposition de ces *insiders* et le marché financier tend à se développer. Le coût de protéger directement l'entrée sur le marché de nouveaux concurrents est plus élevé, en terme bureaucratique, que le laisser-faire nécessaire pour ne pas développer les marchés financiers (*malign neglect*). Le sous-développement financier est assimilé par les auteurs à une barrière à l'entrée. Les changements politiques ont donc leur importance et le développement des marchés financiers en Europe au XIX^e siècle est mis sur le compte des révolutions libérales de 1848² qui ont diminué le poids des propriétaires terriens, les *incumbents* d'alors. L'ouverture économique a plusieurs effets permettant de soutenir les entrants face aux *incumbents* : le besoin de financement rend plus fragile la stratégie de protection, les étrangers ne veulent pas rentrer dans des pratiques domestiques peu transparentes et l'ouverture augmente en soi la concurrence et donc affaiblit la position des *incumbents*.

Pour tester ce modèle, les auteurs font une série de régression pour les différentes périodes en prenant le ratio « capitalisation boursière des actions rapportée au PIB », comme variable dépendante, avec des variables capturant l'ouverture du pays $(X+M/PIB)^3$ et des variables de contrôles (comme l'industrialisation). Comme l'histoire de la mondialisation, ou l'ouverture économique sur l'extérieur, correspond essentiellement à la courbe en U décrite précédemment, les tests empiriques du modèle fonctionnent relativement bien.

Il reste alors à élucider le délai de la remontée de la courbe en U. Les Accords de Bretton-Woods (1944) avaient prévu une libéralisation du commerce qui aurait dû favoriser le développement boursier. Mais ces accords, réalisés après la crise de 1929 et ses conséquences politiques extrêmes dans les années 30, ne prévoyaient pas de libéralisation des marchés de capitaux. Ceci explique pourquoi la variable d'ouverture du commerce a un faible pouvoir explicatif du développement financier entre 1938-80. Cela va amener les auteurs à préciser que c'est la combinaison d'ouverture du commerce et des marchés de capitaux qui permet le développement des marchés financiers et non pas un seul des facteurs. La fin des contrôles de capitaux est le vrai déclenchement du développement des marchés financiers, à la fin des années 1970 pour les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, 1980 pour l'Europe continentale.

² Voir section 3-1 sur l'évolution de la capitalisation boursière au XIX^e siècle qui conforte cette vue.

³ C'est le taux d'ouverture d'un pays, on fait la somme des exportations et des importations que l'on rapporte au PIB

Les implications de ce travail sont de trois ordres pour les auteurs :

□ Il ne semble pas que la structure légale soit une variable clé dans l'explication du développement financier. « On n'a pas besoin d'avoir la chance d'avoir été colonisé par les Britanniques pour avoir un marché financier développé ».

□ L'ouverture a un effet énorme sur le développement financier à long terme ; son absence peut laisser le pouvoir à des groupes de pression interne qui accaparent des rentes de situation et laissent en place des pratiques opaques.

□ Pour permettre l'ouverture, il faut donc promouvoir une meilleure assurance des agents économiques, afin d'éviter des retours de bâton politiques comme ceux qui ont eu lieu dans les années 30. Les auteurs soulignent l'importance de ces conclusions pour les marchés émergents (en particulier d'Asie du Sud Est) qui entrent sur des marchés financiers internationaux volatiles avec très peu de protection sociale.

1.5. La controverse sur le cas français

On a vu que les travaux de La Porta et al. et ceux de Rajan et Zingales présentent une vision singulièrement différente des déterminants du développement financier. Ce seront là, les deux articles en regard desquels va s'établir notre propre travail. En effet, il est un pays qui est particulièrement intéressant d'étudier de près pour pouvoir trancher les conclusions de ces articles : la France est à l'origine du système légal le moins protecteur des minorités d'actionnaire et est un point central parmi les régressions en coupe internationale des premiers auteurs ; mais elle attire aussi l'attention du lecteur de l'article de Rajan et Zingales, puisqu'elle présente une courbe en U plus marquée que les autres, avec un point de 1913 bien au-dessus de celui des Etats-Unis et de l'Allemagne, une chute plus forte que les autres au cours du siècle, et une très forte remontée dans les années 80 et 90, qui rattrape presque les sommets des pays anglo-saxons.

Les premières lectures de ce dernier travail ont d'ailleurs concentré une partie de leur critique sur le point de 1913, qui paraît très élevé et semble recouvrir autre chose que la simple capitalisation des actions. Les deux auteurs américains ont recouru à une évaluation par M. Saint-Marc, citée par J. Bouvier⁴ de la capitalisation boursière. Nous allons étudier de plus près cette évaluation et ce qu'elle représente effectivement, mais on peut déjà dire qu'il semble que les auteurs aient utilisés l'évaluation des données des actions françaises et étrangères⁵ – ce qui pourrait partiellement expliquer le fort taux français de 1913⁶.

Pour trancher entre ces deux histoires de la capitalisation boursière, il faut passer par un long détour empirique pour retrouver des données plus fiables et plus précises, mais avant, il nous faut préciser de quoi nous parlons et tenter d'approcher théoriquement ce qu'est la capitalisation boursière.

⁴ Bouvier J. (1970), *Histoire économique et sociale de la France*, tome 4, p 196

⁵ Ils donnent pour 1913 un ratio de capitalisation des actions au PIB de 78 % ; d'après les estimations de M. Saint-Marc, les actions françaises représentent 66 % du PIB, les actions et les obligations 132 % et les actions française et étrangères 81 %.

⁶ Nous donnons des précisions sur l'évaluation de M. Saint-Marc, à la section 3.3.5. de ce mémoire. Les auteurs américains ne sont probablement pas allés consulter l'article de M. Saint-Marc, pour la simple raison que la référence à son article dans Bouvier (1970) est erronée : il est fait référence à une Revue d'Histoire internationale de la banque alors que la revue s'appelle évidemment *Revue Internationale d'Histoire de la Banque*.

SECTION 2 : PRÉSENTATION THÉORIQUE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE

Cette section a pour objectif de définir la capitalisation boursière et de cerner quels sont les facteurs susceptibles de déterminer son évolution dans le long terme.

3.1. Définition de la capitalisation boursière

2.1.1. Définition.

On appelle capitalisation boursière V_{it} au temps t d'un titre i le produit du cours C_{it} de ce titre à la date t par le nombre de titres Q_{it} cotés en Bourse.

$$V_{it} = Q_{it}C_{it}$$

La capitalisation boursière d'une société n'est rien d'autre que la somme des capitalisations boursières de ses différents titres (par exemple la somme de la capitalisation boursière de ses actions ordinaires, ses parts de fondateurs, ses parts de bénéficiaires et ses obligations). Tout au long de notre étude, nous nous sommes concentrés sur les actions et lorsque nous employons le terme de capitalisation boursière, ce n'est que pour désigner la capitalisation boursière des actions françaises, mais le même concept est valable pour la capitalisation des obligations.

La capitalisation boursière d'un pays V n'est alors que la somme des capitalisations boursières de tous les titres cotés sur les différents marchés du pays en question.

$$V = \sum Q_{it}C_{it}$$

2.1.2. Une notion ambiguë.

Comme le rappellent les administrateurs de l'INSEE, Palangié et Laforest⁷, lors de leur cour à l'ENSAE sur les valeurs mobilières, la première interprétation qui vient de la capitalisation boursière est celle d'une estimation par le marché boursier du patrimoine des sociétés françaises. Mais, non seulement toutes les sociétés françaises ne sont pas cotées – de nombreuses petites sociétés, ainsi que de grosses sociétés familiales – mais même pour une catégorie de titres, tous ne sont pas cotés.

⁷ Palangié et Laforest (1963), chapitre III, « notion de capitalisation boursière », p 34-35

Ces deux auteurs ont la même réaction que J-P. Betbeze⁸, que l'on a évoqué dans notre introduction, quant à la signification de la capitalisation boursière : « *La capitalisation boursière présente un caractère un peu fictif, en ce sens qu'elle n'est pas une estimation acceptable d'une fortune concrète* ». Ils précisent que le calcul de la capitalisation boursière prend l'optique du détenteur d'un petit portefeuille, d'un individu dont les préférences sont indépendantes des choix des autres actionnaires. La liquidité des titres est, dans cette perspective, une garantie de conservation du patrimoine ; mais en réalité, si le détenteur des actions possède une part importante du capital de la société, il ne va pas pouvoir obtenir une liquidité immédiate de ces actions sans faire baisser les cours et donc l'évaluation de sa propre fortune.

Ces définitions et ces précautions étant prises, on peut chercher à définir les déterminants économiques de la capitalisation boursière.

3.2. Déterminants théoriques

2.2.1. Déterminants de la capitalisation boursière.

La capitalisation boursière correspond en fait au patrimoine évalué par le marché boursier des entreprises qui y sont inscrites. La théorie du « Q de Tobin » qui sert à évaluer le prix des actions n'est autre que l'application financière de la définition juridique du titre financier qu'est une action. L'action ne donne pas seulement droit au contrôle de la société au moyen des assemblées générales, mais elle est aussi une part de la propriété de l'entreprise ; et il suffit d'acheter tous les titres d'une entreprise pour la posséder intégralement. La capitalisation boursière est donc une estimation, par le marché, du patrimoine de l'entreprise, qui doit donc logiquement prendre en compte l'endettement de l'entreprise et ses actifs. A cette définition juridique de la capitalisation boursière, les économistes ont ajouté la notion d'évaluation des résultats futurs : la capitalisation boursière doit ainsi refléter la valeur actualisée des profits des entreprises cotées, puisque l'action est aussi un droit au revenu des dividendes. Ces deux approches peuvent être combinées dans une présentation plus formalisée.

Reprenons les notations classiques d'une fonction de production avec deux facteurs, travail L et capital K. La fonction de production est de la forme habituelle Cobb-Douglas :

$$F(L,K) = K^{\alpha}L^{1-\alpha}$$

La part consacrée au capital sera : $P = \alpha Y$

⁸ Jean-Paul Betbeze, « *Capitalisation boursière : un dangereux concept* », L'AGEFI, 9 avril 2001

Donc on peut écrire la capitalisation boursière V sous la forme :

$$V = b \sum \alpha_t Y_t (1-\tau)/(1+r)^t$$

Avec b : la part de la valeur ajoutée cotée

α = la part du capital dans la valeur ajoutée

τ = le taux d'imposition des bénéfices

Même si α varie au cours du siècle sensiblement⁹, sa valeur oscille sensiblement autour de $1/3$, et on peut donc faire l'approximation $\alpha_t = \alpha = 1/3$. Si on appelle g le taux de croissance de l'économie, $Y_{t+1} = (1+g)Y_t$, mais l'évaluation boursière est prospective, il s'agit d'une anticipation par le marché d'un taux de croissance de l'économie et on devrait écrire g sous la forme $E(g_t)$ avec $E()$ la notation usuelle pour l'espérance.

2.2.2. La capitalisation boursière à l'état stationnaire.

Pour évaluer le niveau de long terme de la capitalisation boursière, on peut reprendre les notations habituelles des modèles de croissance afin de déterminer, à l'état stationnaire de l'accumulation du capital le niveau du rapport bK/Y .

Dans le cas d'une économie fermée :

$$\Delta K = sY - \delta K - gK$$

Le capital est augmenté du montant total de l'épargne, mais diminué par la dépréciation des éléments le constituant et par la croissance du travail (l'accumulation de capital humain et la croissance de la population demandent un montant supplémentaire de capital pour un montant donné de la production).

Le taux de croissance du capital est ainsi donné par : $\Delta K/K = sY/K - \delta - g$

A l'état stationnaire, le taux de croissance du capital est par définition nul, d'où on tire :

$$0 = sY/K - \delta - g$$

$$Y/K = (\delta + g)/s \text{ ou } K/Y = s/(\delta + g)$$

Si on reprend notre définition précédente de la capitalisation boursière :

$$V/\text{PIB} = bs/(\delta + g)$$

Si on prend un niveau moyen d'épargne de 20 %, un taux de croissance de 2 %, un taux de dépréciation de 2 %, on obtient un rapport $K/Y = 5$, soit 500 % du PIB. Comme aujourd'hui,

⁹ Voir graphique 1-5 p 59 in Piketty (2001)

le ratio approche 100 % du PIB, on peut en conclure que $b = 20 \%$, de façon extrêmement générale bien sûr.

Cette présentation très épurée peut être raffinée en introduisant une économie ouverte où l'augmentation du capital, en particulier du capital boursier, dépend fortement des investisseurs étrangers et des investissements domestiques à l'étranger. Comme le modèle de Rajan et Zingales du niveau de la capitalisation boursière repose sur l'hypothèse d'une influence forte de l'ouverture internationale des capitaux, on se doit d'essayer de la prendre en compte. En effet, si on s'en tient à cette présentation en économie fermée, le cas américain est plus distant encore du cas français en raison d'un taux d'épargne séculairement plus bas. Avec une épargne de 6 %, le rapport K/Y n'est plus 5 mais 1,5, soit le rapport de la capitalisation boursière américaine au PIB en 1999. Même en enlevant des considérations de bulle, il faudrait en conclure que l'économie américaine est proche d'être totalement valorisée à la bourse.

Dans le cas d'une économie ouverte, on doit ajouter les investissements étrangers IK et retrancher les exportations de capitaux XK . On doit aussi préciser que la capitalisation boursière par action est en concurrence pour la recherche de capital avec les obligations, c'est-à-dire le financement par crédit.

$$\Delta K = sY + IK - XK - \delta K - gK$$

Si on note s^* la partie de l'épargne qui est dirigée sur les actions et i^* la partie du PIB qui est investie en bourse par des étrangers, on obtient la formule suivante:

$$CB/PIB = b(s^* + i^*)/(\delta + g)$$

Cela ne change rien à l'accumulation du capital, sauf que ce n'est pas seulement l'épargne domestique qui commande le niveau stationnaire et l'ouverture économique devient un déterminant complémentaire de l'accumulation du capital. Cela explique en partie l'énorme capitalisation boursière anglaise, qui attire beaucoup de capitaux étrangers, ainsi que la capitalisation américaine des années 90 qui a drainé une masse considérable de capitaux. On pourrait croire que cela accentue l'importance des ratios de capitalisation boursière au PIB avant 1914, quand on connaît la part considérable que revêtaient les flux de capitaux à la Belle-Epoque¹⁰. Les financements français de sociétés étrangères en Asie, Afrique et Amérique latine, quand ils ne sont pas comptabilisés dans les valeurs coloniales viennent en déduction du niveau de capitalisation théorique. En outre, les Français ont longtemps eu une

¹⁰ Voir la synthèse effectuée par O'Rourke et Williamson, *Globalization and History* (1999)

prédilection pour les valeurs à revenu fixe, c'est-à-dire les obligations d'Etat, mais aussi des sociétés. Nous verrons plus loin, si la baisse de la capitalisation boursière en France dans les années 1960 peut s'expliquer par une part s^* de l'épargne française moins favorable aux actions qu'aux obligations.

2.2.3. Les facteurs d'évolution de la capitalisation boursière.

Pour synthétiser cette présentation, voyons quels sont les différents facteurs d'évolution du ratio de la capitalisation boursière au PIB :

- $s^* + i^*$: l'épargne consacrée à l'accumulation du capital par le biais des actions, c'est un effet de demande d'actions.
- $E(g)$: la croissance est anticipée par le marché boursier ; si, en théorie, à l'état stationnaire, cette variable est connue, elle est en pratique déterminante du niveau des cours boursiers et les erreurs dans l'estimation de g peuvent être considérables dans le cas d'une bulle par exemple – on ne peut expliquer autrement la cloche de la capitalisation boursière dans les années 1998-2000.
- α : la part de la valeur ajoutée consacrée au capital peut varier. Nous verrons en particulier comment sa baisse a pu jouer dans les années 1970
- τ : le taux d'imposition des bénéfices est une variable clé dans l'explication de la capitalisation boursière, la baisse de son taux entraîne automatiquement une hausse des bénéfices distribués et donc une hausse de la capitalisation boursière. On peut constater cette analyse par un simple raisonnement en terme d'arbitrage : pour maintenir constant le rendement d'une action, il faut que le cours augmente si les bénéfices sont plus importants.
- La fiscalité ne se limite pas aux taux d'imposition des bénéfices puisque la part s^* est elle-même déterminée par le taux de taxation des dividendes, par rapport à la fiscalité d'autres placements. Avant de bénéficier de nombreuses réformes favorables, la fiscalité sur les dividendes était en France une des plus lourdes, comparée aux autres placements.
- Dans la même optique d'un arbitrage entre différents placements, le risque que l'on attribue aux placements en actions détermine fortement $s^* + i^*$: s'il existe un risque constant de se faire nationaliser, les investisseurs seront plus réticents à placer une forte part de leur portefeuille dans des actions de sociétés domestiques – peut-être que l'effondrement du bloc soviétique en 1989 a mis fin à la perspective possible d'expropriation des actionnaires ? – La sécurité juridique et la protection que reçoivent par la loi les actionnaires, en particulier les petits actionnaires, doit jouer dans cette prise en

compte du risque des actions ; nous retrouvons là le thème de prédilection des auteurs de La Porta et al.

□ Reste enfin l'évolution générale du b , la part de l'économie cotée ; cette part doit son évolution à d'innombrables facteurs impondérables, comme la confiance, la « culture des actions » comme l'appelle *The Economist*, ou comme les souvenirs plus ou moins forts de krachs précédents. Mais il existe aussi des facteurs institutionnels qui peuvent expliquer les fortes différences en coupe internationale comparées : la part de l'économie publique au travers des politiques de nationalisation ou de privatisation et l'importance du système de retraite, par capitalisation ou répartition. Nous allons considérer chacune de ces explications, mais notre étude aura pour objectif d'essayer de clarifier deux effets de l'évolution de la capitalisation boursière, l'effet champ et l'effet valorisation.

3.3. Effet champ et effet valorisation

Tous les facteurs que nous avons évoqué en 2.2. se réduisent à deux grandes dimensions: l'effet champ et l'effet valorisation. Ce dernier est capturé par l'évolution des cours à champ constant : en effet, si la fiscalité, l'endettement ou les bénéfices des sociétés cotées changent, les cours doivent en rendre compte, et la capitalisation boursière doit suivre une évolution similaire aux cours boursiers. Mais comment distinguer l'effet valorisation, d'une modification de la part de l'économie cotée ? Nous allons chercher à utiliser les dividendes versés par les sociétés cotées pour servir de point de référence pour proposer une évaluation de ces effets.

Si on note l'évolution de la capitalisation boursière rapportée au PIB comme v/y , et d les dividendes versés par les sociétés cotées, en logarithme, on a par simple écriture comptable :

$$v/y = d/y + v/d$$

Or, d/y capture l'effet champ, la part des dividendes des sociétés cotées rapportée au PIB est un indicateur du champ couvert par le marché boursier dans l'économie et v/d n'est autre qu'un indicateur du « price-dividend ratio », une des mesures classiques de la valorisation des cours des actions.

Déterminer la part que prennent l'un et l'autre effet tout au long du siècle sera donc notre ambition dans ce mémoire. Mais avant de présenter nos résultats à la section 4, nous allons prendre le temps de décrire les données dont nous disposons pour établir les séries qui nous intéressent.

SECTION 3 : PRÉSENTATION DES DONNÉES ET DES INSTITUTIONS DES MARCHÉS BOURSIERS FRANÇAIS AU XX^e SIÈCLE

Afin de pouvoir établir des séries de données fiables sur la capitalisation boursière et le développement du marché financier d'action en France, il est nécessaire de clarifier brièvement l'évolution des institutions qui les encadrent au cours du siècle. Pour plus de détails, on pourra se référer aux travaux de Pedro Arbulu (1998) pour le XIX^e siècle et de Pierre-Cyrille Hautcoeur (1994) pour le XIX^e et la première moitié du XX^e siècle¹¹.

3.1. Les marchés boursiers français

En France, la première société dont les parts se sont échangées date de 1250 à Toulouse, la « Société des Moulins de Bazacle ». Après cette première, la Bourse de Lyon ne voit en fait le jour que vers 1540 et quelques dizaines d'années plus tard, des édits cadrent la profession de « courratier ». C'est en 1639 qu'un arrêt les remplace par le nom resté célèbre jusqu'à la fin du vingtième siècle « d'agent de change ». Après la Révolution, la corporation des agents de change sera dissoute et la Bourse fermée pour quelques semaines.

Tout redémarre vraiment en 1801, année de l'officialisation de la Bourse avec 71 agents de change. C'est le vrai début du marché financier français.

Il faut distinguer plusieurs marchés boursiers en France au cours du XX^e siècle : la Cote Officielle de Paris, les places de province, la coulisse, puis la réorganisation à la fin du siècle en premier, second, et nouveau marché.

3.1.1. La Cote Officielle de la bourse de Paris.

Pendant la majorité du siècle, la bourse est officinée par la Compagnie des Agents de Change, qui définit le marché officiel, dit la Cote Officielle ou Cours authentique et officiel. La Cote est divisée en deux compartiments, le terme et le comptant. Pendant une très longue période, le marché à terme est interdit en France – la place boursière française n'en est pas moins une des plus grosses places européennes – et il est légalisé au cours du XX^e siècle. La compagnie a l'obligation de noter les cours, qu'elle rassemble dans des cotes, ainsi que de percevoir l'impôt sur les opérations de bourse. Elle est donc à l'origine de l'essentiel des

¹¹ Ce sont les thèses de ces deux chercheurs qui présentent dans les premiers chapitres d'excellentes synthèses du système institutionnel boursier français au cours de ces périodes.

informations statistiques que l'on peut utiliser pour cerner le marché boursier français. La Compagnie des Agents de Change disparaît en 1988 avec l'apparition de la Sociétés des Bourses Françaises (SBF)¹².

3.1.2. Les places de province

On compte en France sept bourses de province : Lille, Lyon, Marseille, Bordeaux, Nancy, Nantes et Toulouse. Lille et Lyon sont les plus importantes en terme de taille et de liquidité ; Toulouse va disparaître en 1967, et ses titres vont se répartir entre Bordeaux et Lyon. Si Paris dépasse de loin ses homologues de provinces, il faut attendre 1991 pour que le système de cotation soit unifié et commun au niveau national. Pendant la fin du XIX^e siècle et le début du XX^e siècle, les bourses de province jouent le rôle de véritables bourses régionales, avec de nombreuses sociétés qui ne sont cotées que sur leur marché. Puis, les grosses sociétés, à la recherche d'une meilleure liquidité de leur titre, se font de plus en plus coter à Paris. En 1962, une réforme redonne aux bourses de province leur caractère régional en interdisant les doubles cotations sur les différentes places.

3.1.3. La coulisse

Dès le commencement du marché boursier en France, au XIX^e siècle, les agents de change subissent la concurrence des coulissiers¹³, qui n'ont pas reçu de charge de l'Etat. Toute une histoire chargée de rebondissements rythme le XIX^e siècle entre les menaces de procès par la Compagnie des Agents de Change et les accommodations de celle-ci, qui profitait finalement de ce marché secondaire. En 1898, la coulisse s'officialise et devient le syndicat des banquiers en valeur. La particularité un peu étrange de ce marché français est d'être illégal mais officiel. La légalisation viendra beaucoup plus tard, avec le gouvernement de Vichy qui légalise la coulisse le 14 février 1942 en la baptisant « marché des courtiers en valeurs » et lui donne un monopole similaire à celui des agents de change – l'objectif étant de mettre fin à la spéculation boursière. La loi de 1942 est confirmée par l'ordonnance du 18 octobre 1945 qui précise que « des intermédiaires dénommés Courtier en Valeur Mobilière sont seuls habilités à effectuer la négociation des valeurs non admises au Bulletin Officiel de la Bourse ».

¹² Les archives des Agents de Change ont été léguées au Centre des Archives du Monde du Travail (CAMT) et ont été encore peu exploitées à ce jour. Voir les sources et la bibliographie pour plus de précisions.

¹³ Nom qui vient du lieu où s'effectuaient les transactions des dits « coulissiers », en coulisse du marché officiel.

En 1962, une réforme de la Compagnie des Agents de Change procède à l'unification des deux marchés et les courtiers en valeur deviennent des agents de change comme leurs confrères, la Cote Officielle étant agrandie.

3.1.4. La réorganisation de la fin du siècle.

A partir des années 80, la bourse française opère des modifications considérables, quand on les rapprochent des faibles changements qui ont eu lieu depuis deux siècles. En 1983, apparaît le second marché, qui met fin au hors-cote et se distingue du premier marché par des caractéristiques moins strictes d'adhésion (capitalisation boursière moins importante, liquidité moins forte, moins de contraintes particulières). Le premier marché, ex-cote officielle, est partagé entre le règlement mensuel et le comptant jusqu'en septembre 2000.

A partir de 1986, la cotation devient électronique et en continu. C'est la fin de la criée au palais Brongniart. Deux ans plus tard, en 1988, c'est la fin de la Compagnie des Agents de Change et la fondation de la SBF, Société des Bourses Françaises ou ParisBourse SA. En février 1996, le Nouveau marché est créé pour rivaliser avec le Nasdaq américain et le Neuer Markt allemand dans le domaine des nouvelles technologies.

Enfin, dernière réorganisation majeure, au début du XXI^e siècle, la fin de la SBF et la fusion avec les bourses d'Amsterdam et de Bruxelles pour fonder Euronext (octobre 2001). Les marchés français existent toujours, et Euronext agit comme une super structure, mais la cote officielle de la nouvelle plate-forme boursière mélange les titres néerlandais, belge et français. Deux compartiments de marchés remplacent les anciennes dénominations nationales : Nexteconomy pour les sociétés dont le métier de base est la technologie et Nextprime pour les secteurs traditionnels.

Récemment (février 2002), Euronext vient de faire l'acquisition de la bourse portugaise de Lisbonne BVLP – qui devient Euronext Lisbonne – et on entre alors de plein pieds dans une nouvelle ère de changement, vers la constitution de quelques places européennes. Les incertitudes demeurent quant à l'évolution future de ces bourses européennes (trois groupes se détachent : Londres, Euronext et Francfort).

3.1.5. Les autorités boursières

Jusqu'en 1967, la seule autorité boursière compétente était la Compagnie des Agents de Change. Recevant une charge de l'Etat, cette corporation recevait pour mission de veiller au bon fonctionnement des marchés et donc jouait le rôle tenu aujourd'hui par différentes institutions. Le 28 septembre 1967, la COB, Commission des Opérations de bourse, est créée, puis en janvier 1988, le Conseil des bourses de valeur est séparé de la Compagnie des Agents de Change, qui devient la Société des bourses françaises (SBF) pour sa partie sociale. En parallèle est créé un Conseil du marché à terme. Les deux fusionnent ensuite pour donner le Conseil des Marchés financiers. Avec cet organisme, le Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (CRBF) et le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI) constituent les autorités de marché. L'actualité de ces autorités de marché est leur possible unification avec la COB pour obtenir une institution unique aux pouvoirs renforcés à l'image de la FSA britannique.

3.2. Les actions

Les actions sont une partie des valeurs mobilières, mais leur définition a parfois changé et différentes catégories d'actions sont apparues au cours du siècle. On distingue particulièrement¹⁴ :

3.2.1. Les actions ordinaires :

Les actions ordinaires sont la figure naturelle de l'action. Elles représentent un apport de l'actionnaire en échange de trois droits pécuniaires : l'intérêt statutaire (la rémunération des sommes versées et non remboursées), le « superdividende » et le partage du bon de liquidation (la reprise du montant de l'apport à la dissolution). Ce sont les actions les plus répandues pendant le siècle. Les autres types d'actions vont progressivement disparaître et ne vont rester que des actions ordinaires qui perdront leurs trois droits pour n'être plus qu'un titre de propriété donnant droit au dividende si la société décide de le verser.

3.2.2. Les actions de jouissance

Les actions de jouissance sont des actions ordinaires qui ont fait l'objet d'un remboursement de leur valeur nominale. Les actions de jouissance ne confèrent donc aux actionnaires que les droits au superdividende et au vote. Par un prélèvement sur les réserves ou sur les bénéfices, l'entreprise peut ainsi rembourser son capital sans le réduire.

3.2.3. Les parts de fondateurs

Elles ont été créées par la pratique (la première émission a été réalisée par La Compagnie du Canal de Suez en 1858) et réglementées par la loi du 23 janvier 1929. Ce sont des titres sans valeur nominale, émis lors de la constitution des sociétés et donnant droit à une part des bénéfices annuels, mais pas au droit de vote. Elles rémunèrent théoriquement des apports non incorporés dans le capital : brevet d'invention, fonds de commerce, appuis divers... Les relations entre les actionnaires et les porteurs de parts ont été tendues. Dans certains cas, les dividendes attribués à chaque part étaient très supérieurs à ceux attribués aux actionnaires. Dans d'autres cas, les actionnaires ont constitué des réserves exagérées pour ne pas distribuer de dividendes aux porteurs de parts ou ont enflé les bons de liquidations sur lesquels les actionnaires avaient un droit exclusif.

3.2.4. Les parts bénéficiaires

Ce sont des parts de fondateurs émises au cours de l'existence de la société. Pendant les nationalisations de 1945, l'Etat a donné aux actionnaires, non suspects de collaboration, des titres appelés « parts bénéficiaires », mais contrairement à ce que leur nom indique, ces titres avaient tous les critères d'une obligation et non d'une action. Précisons que les parts de fondateurs comme les parts bénéficiaires ne sont pas prises en compte dans les statistiques d'émission d'actions, car elles ne confèrent pas le droit d'associé¹⁴. Pour calculer la capitalisation boursière des actions au sens propre, ou pour tester la théorie du déterminisme légal de la littérature évoquée plus haut, les parts de fondateur ou de bénéficiaires doivent être retirées. On présentera plus loin nos résultats selon qu'on les inclut ou non. Notons enfin, que les parts ou les actions de jouissance se trouvent plus facilement sur les marchés de la coulisse

¹⁴ Les définitions suivantes sont issues de M. Petit, citant J. Hamel et G. Lagarde (1954), Ripert (1954), Merle (1992) et des travaux de O. Moreau-Néret (1957) et J. Hamon et B. Jacquillat (1992).

¹⁵ D'après Palangié et Laforest (1963), p 6.

et les marchés de province alors que les actions ordinaires sont cotées à Paris à la cote officielle. Les parts ont pratiquement disparu aujourd'hui¹⁶.

3.2.5. Les actions de priorité (ou privilégiées).

Ce sont des titres émis au pair par des sociétés dont les actions sont cotées en dessous du pair. Pour attirer les souscripteurs, ces titres offrent la priorité dans le paiement du « premier dividende ». Elles n'ont pas eu beaucoup de succès. Sous cette même dénomination, on trouve des actions offrant un privilège de droit de vote. Ce droit de vote plural fut fréquent après la seconde guerre mondiale pour éviter que des groupes étrangers ne profitent de la dépréciation du franc pour contrôler des entreprises françaises trop facilement. Mais cette entorse à la règle d'une action, un vote, qui compte parmi les critères juridiques retenus par La Porta et al. fut interdite par la loi du 26 avril 1930¹⁷. L'interdiction fut par la suite amoindrie et on trouve à la fin du siècle moins de 1 % des actions sans droit de vote et à dividende prioritaire.

En 1988 et 1989, on a créé des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote pour permettre l'ouverture de capital de grandes sociétés nationalisées sans que l'Etat perde le contrôle de ces entreprises. Ces titres sont peu répandus et ont aussi pratiquement disparu aujourd'hui.

3.3. Les données

3.3.1. Les données primaires

Les données primaires pour toutes les informations concernant les bourses françaises sont les *Cotes officielles* de chaque bourse. C'est le document officiel que les compagnies d'agents de change avaient à publier en échange de leur charge¹⁸. C'est à la base un journal quotidien où sont répertoriés tous les titres cotés et les cours, souvent le plus haut et le plus bas, ainsi que le détachement des coupons et les montants des coupons (c'est-à-dire les dividendes). A la fin de l'année la Compagnie des Agents de Change compile sa publication en un ouvrage complet où l'on retrouve toutes les données nécessaires. C'est un document de référence, mais qui n'est malheureusement pas très maniable, tant par son format et la quantité d'informations qu'il faut saisir, afin d'obtenir des données agrégées. Pour un certain nombre d'années, il existe une *Cote hebdomadaire* qui synthétise les données de chaque

¹⁶ Dans la base de donnée AFFI, J. Hamon et B. Jacquillat (1992) en répertorient 4 sur un total de 1434 de 1977 à 1991.

¹⁷ Moreau-Neret (1957).

semaine de la bourse de Paris et qui est nettement plus pratique pour le chercheur contemporain¹⁹. La coulisse publie à partir de 1899 une cote équivalente, la *Cote du syndicat des courtiers en valeur*, qui ne dispose d'une cote hebdomadaire malheureusement que pour quelques années²⁰. Pour compléter ces cotes, qui ne fournissent pas toujours un dernier cours coté, il est possible d'utiliser d'autres cotes concurrentes, comme la *Cote Desfossés*.

A partir de 1880 et jusqu'en 1937, les Agents de change de Paris publient un *Annuaire des valeurs cotées*, où sont récapitulés par sociétés, toute la description des titres, un historique des cours, des dividendes, et des modifications de capital.

Pour les bourses de province, les informations sont difficiles à obtenir car il n'existe que peu d'exemplaires facilement consultables des Cotes officielles des bourses de province, et les Annuaires sont rarement annuels quand ils existent.

3.3.2. Les données secondaires : les études d'époque

Il existe une foule d'études du début du siècle et de l'entre-deux-guerres qui se sont penchées sur la question des valeurs mobilières. C'était essentiellement la faculté de droit qui traitait de cette question, et si l'angle d'approche était plutôt celui de l'épargnant, ils présentent une source non négligeable d'informations. On peut les classer en trois types :

- Les études de la presse spécialisée, *L'Economiste*, *Le Rentier*...
- Les études juridiques sur le fonctionnement des bourses et les évolutions du droit et de la fiscalité qui s'appliquent aux valeurs mobilières
- Les études statistiques faites par des pionniers comme Alfred Neymarck, Jean Dessirier ou Jean Denuc. Ils publiaient souvent au sein de l'ancêtre de l'INSEE, la Statistique Générale de la France et ont participé à des congrès sur les valeurs mobilières au début du siècle, preuve qu'une certaine culture de la bourse avait régné en France avant la fin des années 1990.

Les statistiques qu'ils fournissent sont souvent à prendre en considération mais ils ont l'inconvénient de ne pas toujours préciser la méthodologie exacte leur permettant d'obtenir le résultat présenté. Cela a pour conséquence une multitude de statistiques, parfois franchement divergentes, selon les auteurs qui les présentent : le choix des actions n'est pas toujours précisé (ordinaire ou toutes), parfois l'estimation de la capitalisation boursière est confondue

¹⁸ Pour les références exactes et les lieux de consultations possibles, voir la bibliographie.

¹⁹ En particulier, il donne le dernier cours coté répertorié, même s'il remonte à une ou deux années. Pour la coulisse, c'est chose très appréciable car une bonne moitié des titres ne sont pas cotés tous les jours.

²⁰ 1911 à 1913. Voir en bibliographie pour le détail des références et les années disponibles dans les différentes bibliothèques, et à la BNF en particulier.

avec la valeur nominale, les titres étrangers, ainsi que les sociétés coloniales peuvent être pris en compte ou non²¹.

3.3.3. Les données fiscales.

Il existe trois sources fiscales se rapportant aux données des actions et des dividendes. La première est le rendement de l'Impôt sur les Valeurs Mobilières (IRVM) qui nous sera très utile pour considérer l'ensemble des dividendes versés par les sociétés françaises, cotées ou non. La seconde est le rendement de l'impôt sur les opérations de bourse que nous avons utilisé pour évaluer le volume des transactions avant la seconde guerre mondiale. Cet impôt est récolté par les agents de change en même temps que leur droit de courtage, sur le montant de chaque transaction boursière. Enfin, il existe des données sur le droit de timbre, mais dont les modalités de paiement, au comptant ou par abonnement, rendent peu pratique l'utilisation à des fins statistiques. Ces trois sources ont l'avantage d'être fiables et facilement consultables. Nous en détaillerons plus loin les différentes utilisations.

3.3.4. Les documents de synthèse pour la période récente

Il n'existe pas de document de synthèse officiel avant 1945, date à laquelle l'INSEE prend en charge la constitution des statistiques des indices boursiers. Les données de la capitalisation boursière sont publiées dans le *Bulletin de la Statistique générale de la France*, puis dans le *Bulletin Mensuel de Statistique* et on les retrouve dans *l'Annuaire Statistique de la France*²². On pourra trouver d'utiles présentations des statistiques de capitalisation boursière et de la construction des indices dans le cours de l'ENSAE consacré aux valeurs mobilières²³. Mais très vite, (dès 1955), l'INSEE ne va plus que reprendre les données fournies par la Compagnie des Agents de Change et la Compagnie des Courtiers en valeur. Celles-ci ne fournissent aucune publication officielle (hormis la Cote officielle et Docfin, une publication sans données agrégées²⁴) jusqu'en 1963, quand elle commence la publication de *L'Année boursière*, véritable synthèse statistique de toutes les informations nécessaires à l'étude des données boursières. Ces données sont étoffées tout au long de la période jusqu'en 1999, dernière parution du titre, qui s'éteint avec la constitution d'Euronext. On peut

²¹ Michèle Saint-Marc (1974, 1983) fait la synthèse de ces différentes estimations qui vont du simple au double pour le XIX^e siècle et convergent à 20 % près au XX^e siècle.

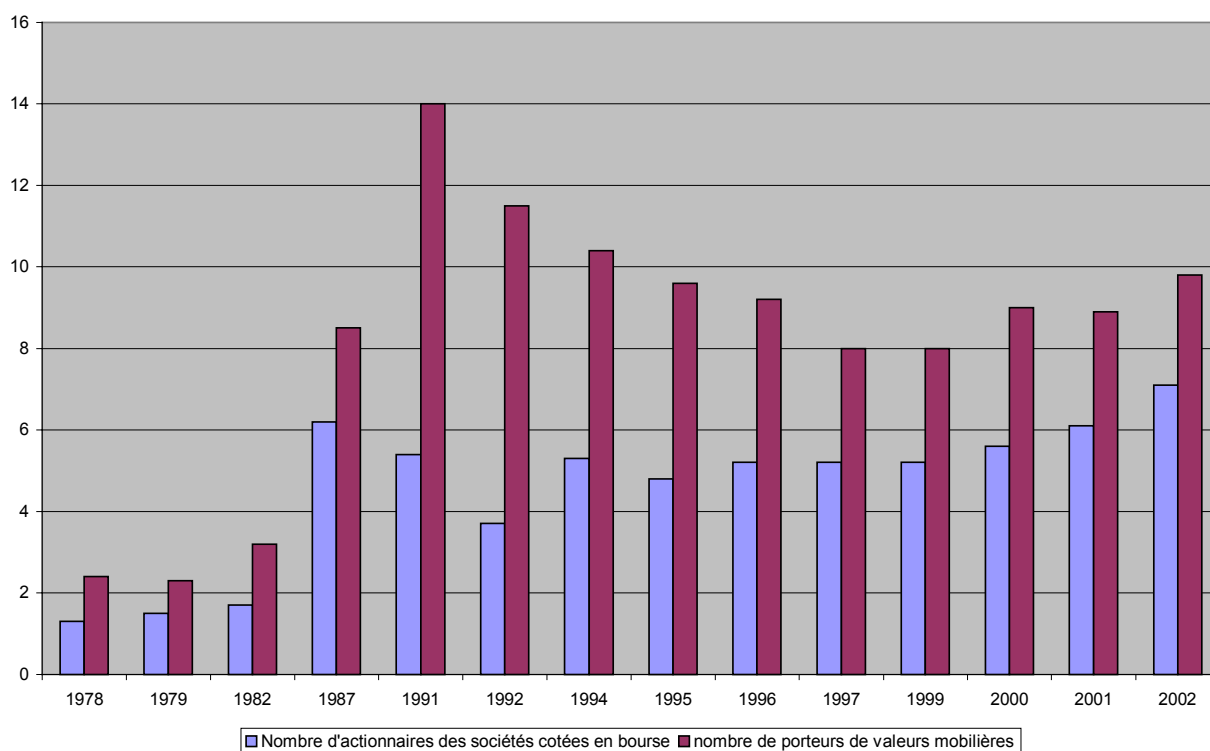
²² *L'Annuaire Statistique de la France* 1966, donne en particulier une série de capitalisation boursière historique depuis 1945, avec l'année 1938 de surcroît. Cette série ne comprend pas les sociétés nationalisées de 1945 à 1950 et est donc amputée d'une partie de la capitalisation boursière effective pendant ces années.

²³ Palangié et Laforest, *Statistique des valeurs mobilières* (1963)

remarquer, à cette occasion, que des commentaires précieux sont faits par les auteurs du périodique jusqu'en 1988, avec la nouvelle parution du titre, et la constitution de la SBF, les commentaires disparaissent et laissent la place aux statistiques brutes. Ces commentaires ne sont pas seulement des aides à la bonne compréhension des données et on y trouve aussi des indications sur « l'air du temps boursier » qui pourrait intéresser des historiens aux objectifs plus sociaux et culturels.

3.3.5. Données sur l'actionnariat français

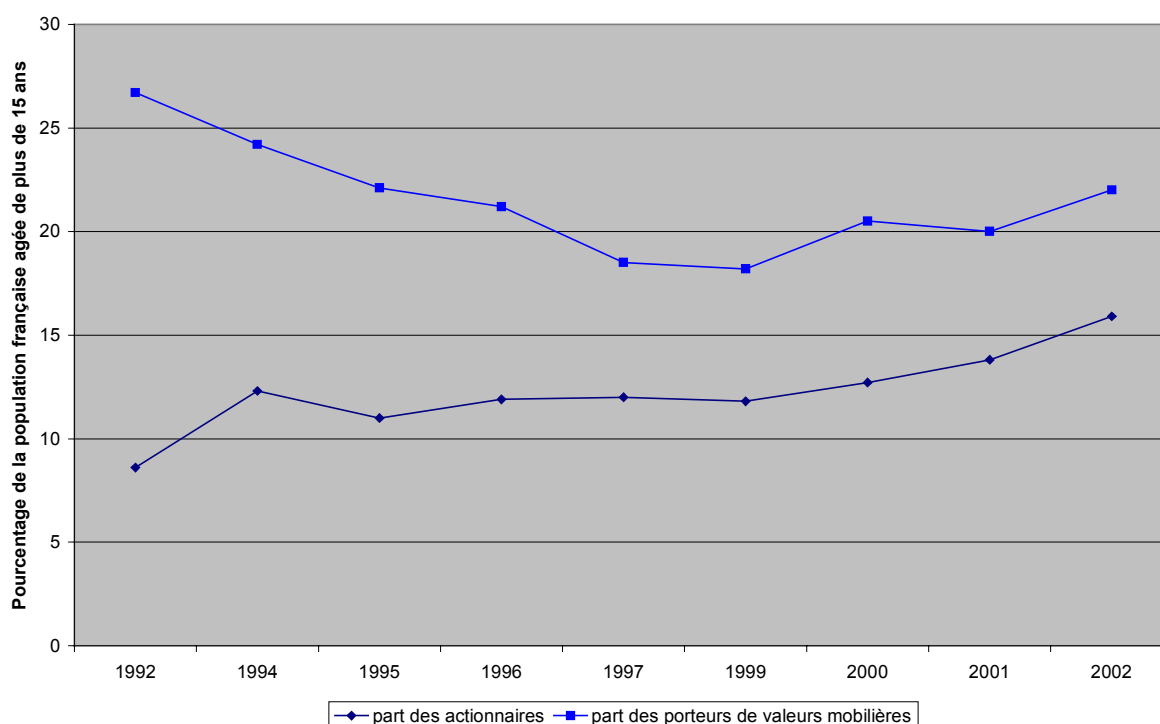
Pour dresser un panorama de l'actionnariat français, on peut citer l'étude menée en commun par la Banque de France, ParisBourse SA et la SOFRES sur « les porteurs de valeurs mobilières » depuis la fin des années 1970. Il s'agit d'une enquête interrogeant 10000 foyers représentatifs sur leur pratique boursière, leur détention de valeurs mobilières et sur des données générales des ménages (revenu, résidence, sexe, âge, catégorie professionnelle...). La SOFRES procède par évaluation, pour déterminer, par la suite, le nombre global de détenteurs



de valeurs mobilières en France.

Graphique 2 : Les actionnaires en France (1978-2002)

²⁴ Essentiellement des graphiques des actions principales de la cote ; de nombreuses informations, mais rien qui soit spécifiquement utile à la constitution de données globales.



Sources : *Les porteurs de valeurs mobilières en 2002*, Banque de France, Euronext, SOFRES

Graphique 3 : Pourcentage de la population française possédant des actions et des valeurs mobilières

On voit qu'à peine 15 % de la population détient des actions, ce qui en soit n'a rien de surprenant, mais qui contraste largement avec les théories économiques et financières. Les études sur *l'equity premium puzzle* et sur la diversification du risque voudraient en effet que tous les ménages capables d'épargne investissent une partie de celle-ci dans des actions, mais cela est loin d'être le cas. Si on compare ces chiffres avec des évaluations similaires aux Etats-Unis, le nombre d'actionnaires est bien plus réduit en France (30 % environ aux US) mais les Américains sont aussi loin d'être tous des actionnaires, petits ou grands.

On constate une légère augmentation du nombre d'actionnaires à la fin de la dernière décennie du XX^e siècle, même si l'augmentation plus nette vient plutôt des privatisations de 1986 qui sont pour cette période la vraie rupture. Ces statistiques ne donnent d'information que sur la composition de l'actionnariat, mais elles ne nous informent pas sur la part de l'économie qui est cotée : on peut très bien avoir théoriquement une économie fortement financée par le marché boursier et une concentration de l'actionnariat dans les mains d'une petite partie des ménages, et inversement.

Pour les données concernant les valeurs mobilières, il faut rappeler ici qu'elles ne concernent que les valeurs mobilières détenues directement. Elles ne prennent pas en compte les valeurs détenues par l'intermédiaire d'un livret A ou d'autres comptes de rémunération d'épargne qui sont en fait des détentions indirectes de valeurs mobilières.

Ces données sont une invitation à une investigation approfondie de la concentration et du morcellement de l'actionnariat français au cours du siècle. Le sujet est plus que digne d'intérêt. Il était déjà d'actualité en France au début du siècle quand le débat public se portait sur la concentration possible des valeurs des chemins de fer dans quelques mains²⁵ et il devrait aussi constituer une étude plus juste de la problématique soulevée par les articles de La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny. Mais nous le laissons pour des travaux ultérieurs²⁶, comme il est essentiel de commencer par fixer davantage la question de la capitalisation boursière.

3.3.6. L'estimation de Michèle Saint-Marc

Michèle Saint-Marc (1974, 1985) procède à une évaluation de la capitalisation boursière des actions françaises qui sert à Rajan et Zingales (2001) pour leurs données françaises de 1913²⁷. Elle utilise les données officielles de la taxation des valeurs mobilières. Elle a rassemblé ainsi les montants des revenus taxés par l'Etat dans la catégorie « actions françaises », soit les montants des dividendes versés par les sociétés françaises cotées. Elle applique ensuite un taux de rendement moyen²⁸ à ces montants, pour obtenir la capitalisation voulue. Cette méthode, qui a l'avantage de reposer sur des données fiscales fiables et de proposer des estimations à peu de coûts de saisies, a l'inconvénient de mélanger deux notions importantes : la capitalisation boursière effective, celle que l'on peut constater en effectuant la

²⁵ Alfred Neymarck (1911a) consacre son chapitre 3 (pp. 25-33) à "Ce qu'on appelle la féodalité financière" pour tenter de convaincre ses lecteurs que l'actionnariat français est dispersé et qu'il y a relativement peu de gros actionnaires.

²⁶ Le lecteur intéressé par cette question pourra déjà se reporter à l'étude de Bloch et Kremp (1997), qui ont réalisé avec la Banque de France et l'INSEE un gros travail d'analyse de la concentration de l'actionnariat français, à la fois pour les sociétés cotées et les non cotées. En moyenne, le premier propriétaire d'une société non cotée possède 66 % du capital, le chiffre tombe à 56 % pour les sociétés cotées. Cela reste très important, surtout lorsqu'on considère l'image habituelle véhiculée par les travaux de Berle et Means (1952). Les articles de La Porta et al. aboutissent à des conclusions similaires, même pour un pays comme les Etats-Unis les entreprises ne sont pas possédées par un actionnariat dispersé : c'est plutôt l'exception que la norme. En France, on peut préciser, selon l'étude de Bloch et Kremp, que ce sont naturellement des familles (65 %) qui forment l'essentiel des propriétaires des sociétés non cotées, alors que pour les sociétés cotées, les holding (26 %) devancent les individus (16 %), les banques (13 %) et les sociétés non financières (12 %).

²⁷ Jean Bouvier, que les auteurs américains citent, utilise les évaluations de M. Saint-Marc, de 32,2 milliards de Francs pour la capitalisation des actions françaises et de 5,7 pour la capitalisation des actions étrangères, que Rajan et Zingales ont du ajouter pour obtenir leur chiffre de 78 % de ratio de la capitalisation boursière au PIB.

²⁸ Ce taux est celui calculé par J. Denuc (1934). L'annexe A-4 précise les données utilisées par M. Saint-Marc pour obtenir son évaluation.

statistique sur le marché boursier et la capitalisation boursière potentielle, celle qui aurait lieu, si toutes les sociétés par actions, qui versent des dividendes à leurs actionnaires, étaient cotées en bourse. Ce n'est évidemment pas le cas ; mais on le constatera plus loin, avant 1914 la capitalisation boursière potentielle est beaucoup plus proche de la capitalisation effective car les sociétés par actions sont moins répandues et celles qui existent, sont proportionnellement plus souvent cotées.

L'autre limite de cette méthode est qu'elle néglige les sociétés cotées qui ne versent pas de dividendes. Celles-ci ne sont pas répertoriées dans les dividendes versées, et comme les rendements évalués procèdent par l'exclusion des valeurs n'ayant pas versé de dividendes, la capitalisation boursière est par là sous-estimée. Ces deux effets se compensent, mais c'est la sur-estimation de la capitalisation qui domine, comme on va le voir à la section 4.3.3.

3.3.7. Les données existantes

Pour le XX^e siècle, on dispose des données suivantes : PC Hautcoeur a pour sa thèse saisi les données de la Cote Officielle de Paris concernant l'année 1901, 1913 et 1928. Mais ces données ne concernent que les sociétés françaises exerçant en France et que les actions ordinaires. Mais avec Muriel Petit, Pierre-Cyrille Hautcoeur a mis en place un programme de saisie de la cote officielle, programme, qui, aujourd'hui, a permis la saisie de toute la cote officielle de la bourse de Paris, de façon mensuelle, de 1920 à 1938. Ces données, dites données ESF, sont d'une grande précision (tout type d'actions, chaque coupon, date des coupons, plusieurs cours) et seront à l'avenir une source considérable d'information pour les chercheurs. Les auteurs nous ayant très gentiment communiqué les résultats agrégés préliminaires de cet inventaire de la cote officielle, nous disposons d'estimations précises pour tout l'entre-deux-guerres. Nous disposons en outre des données récoltées par M. Petit pour la bourse de Lille de 1900 à 1962.

De 1945 à 1988, l'INSEE publie dans les *Annuaire Statistiques* des données agrégées concernant la bourse et c'est là une source fiable d'information. A partir de 1963, la Compagnie des Agents de Change, puis la SBF, publie l'Année boursière (présentée plus haut) qui donne toutes les informations voulues.

3.3.8. Les données saisies par l'auteur.

Par conséquent, nous avons saisi les informations complémentaires nécessaires à l'établissement d'une série approchant la meilleure précision possible pour le siècle²⁹.

Nous avons d'abord saisi quatre années avant 1914 (1900, 1905, 1910 et 1913) pour la cote officielle, la coulisse³⁰ et pour 1913 quelques bourses de province. Nous avons saisi le nom de la société, les cours, le nombre de titres et les dividendes versés. Il manquait aussi de façon systématique des estimations de la coulisse et des bourses de province pour le reste du siècle ; nous avons donc saisi la coulisse pour 1920, 1929 et 1938. Enfin, pour avoir une idée des données présentées par l'INSEE et pour affiner la présentation, nous avons saisi ces informations pour 1945 et 1950. Pour toutes ces lignes de cotation, on a pris soin de noter le type du titre (ordinaire, ou autre) et si la société est en liquidation³¹.

Il est important de noter que les informations des bourses de province, de la cote officielle et de la coulisse peuvent être redondantes : un titre peut être coté sur plusieurs marchés à la fois. C'est pourquoi, nous avons dû procéder à une analyse minutieuse des doubles cotations sur ces marchés pour obtenir un agrégat digne de confiance. Beaucoup de problèmes techniques sont apparus à ce titre, comme le fait que le nombre de titres d'une même ligne de cotation cotés sur différents marchés pouvait de pas être le même, obligeant à garder l'information qui semblait la plus complète.

Toutes les informations concernant la méthodologie de cette saisie sont en annexe. Les choix que nous avons du faire quant à la saisie de telle ou telle information y sont précisés.

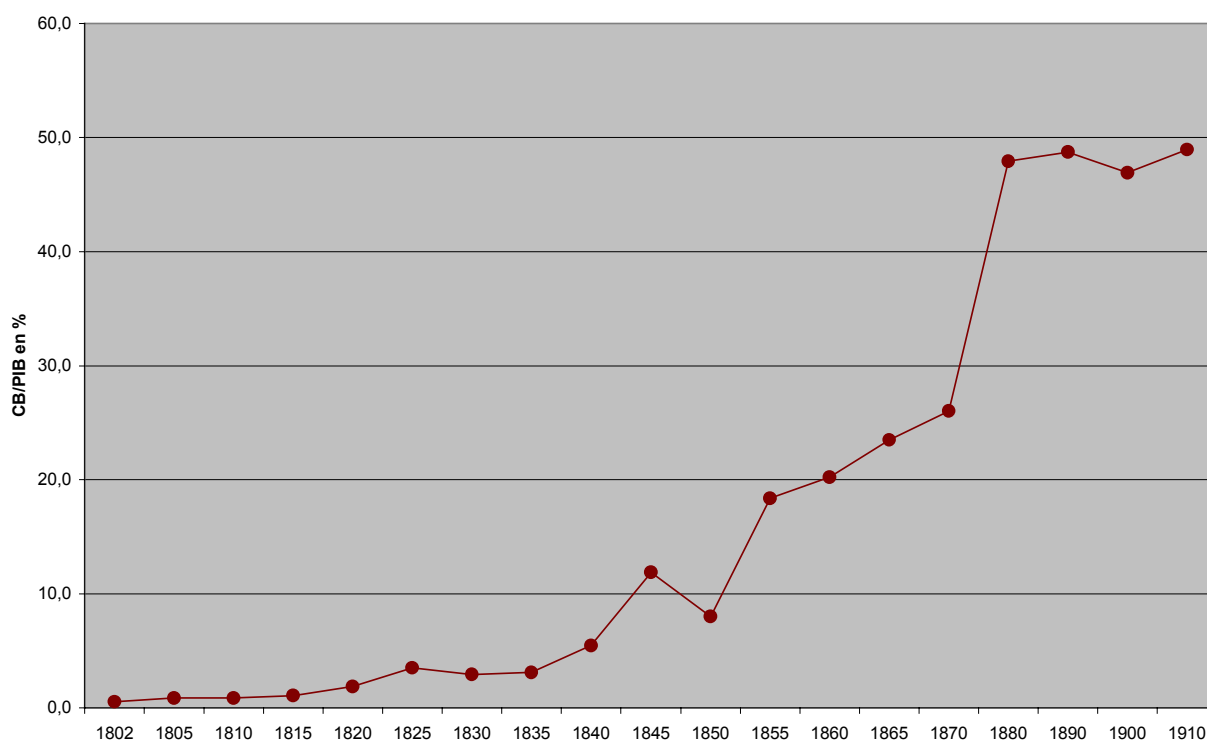
²⁹ Nous ne disposons pas du temps pour réaliser la saisie intégrale de toutes les années de toutes les places boursières française, mais notre objectif est d'obtenir pour quelques années une vision exhaustive du marché boursier français.

³⁰ Pour la coulisse, nous n'avons saisi intégralement que 1900 et 1913, les cotes de 1905 et 1910 étant incommunicable à l'heure actuelle à la BNF.

SECTION 4 : LES RÉSULTATS

4.1. Aperçu historique sur le XIX^e siècle

Pour tout le XIX^e siècle, nous disposons du travail de Pedro Arbulu (1998), qui, pour constituer un indice des cours boursiers au cours du siècle a saisi la cote officielle de la bourse de Paris, à raison d'intervalle de 5 à 10 ans. Cela nous permet de donner un panorama fiable et cohérent de l'évolution de la capitalisation boursière rapportée au PIB (voir graphique) – nous n'avons pas cherché, par manque de temps, à compléter ces données par une recherche sur la coulisse et les bourses de province. On peut les estimer *grosso-modo* à 20 % du total, mais cela mériterait une investigation plus précise – il faudrait en outre compléter ces données par les actions non ordinaires que n'a pas saisi P. Arbulu.



Graphique 4 : Evolution de la capitalisation boursière rapportée au PIB - capitalisation selon P. Arbulu (1998), PIB d'après Lévy-Leboyer et Bourguignon (1985)

³¹ A raison de 1200 lignes de cotations en moyenne par années, de 3 à 5 données par ligne (selon le nombre de coupons versés), et de 6 années complètes et 3 uniquement la coulisse, cela représente au total environ 30000 à 32000 données saisies.

Le XIX^e siècle est bien le siècle de l'essor boursier, en particulier dans la deuxième moitié. On remarque que la révolution de 1848, si elle a provoqué un petit « blip » momentané, est aussi la date du fulgurant développement boursier qui a lieu en particulier dans les années 1880, avec le développement généralisé des chemins de fer. Cela correspond assez bien à la description théorique qu'en ont fait Rajan et Zingales (2001) qui analysaient les révolutions de 1848 en Europe comme la fin des barrières établies par les grands propriétaires terriens au développement économiques des élites urbaines.

L'entrée dans le XX^e siècle se fait par contre sous les auspices d'une parfaite stabilité, dont on verra plus loin les évolutions majeures.

4.2. Les séries établies

4.2.1. Les données brutes et les estimations

Comme nous n'avons pas pu réaliser la saisie complète pour chaque année – le programme lancé par PC Hautcoeur et M. Petit va déboucher à ce résultat dans quelques années – nous avons procédé à une évaluation des années manquantes et parfois à une estimation à partir des études déjà réalisées et des saisies que nous avons pu faire.

Toutes ces précisions sont données en bas du tableau 1 de l'annexe A, mais pour cerner la méthode d'évaluation, il suffit d'en tracer les grandes lignes : nous avons estimé pour quelques années le total effectif de la capitalisation boursière sur les places de Paris, de la coulisse et sur les places de province. Nous n'avons pas réussi à obtenir les sources nécessaires à établir la capitalisation de la bourse de Lyon, aussi, nous avons pris des données d'auteurs de l'époque. Nous avons pris soin à réaliser cette agrégation en enlevant les doubles cotations de même titre sur différents marchés.

Puis, comme nous disposons pour chaque année des données de la cote officielle – nous avons procédé par interpolation linéaire pour les années manquantes avant 1914 – nous avons estimé le pourcentage que représentait la cote officielle dans le total. Cette méthode, qui fait l'hypothèse sous-jacente d'un comportement similaire de la Cote officielle de Paris est une bonne approximation, puisque si la cote officielle ne représentait en 1900 que 69 % du total, elle approche assez vite les 80 %. Nous avons procédé de la sorte pour l'après 1945, pour estimer les marchés de province, et nous avons veillé à ce que cette série joigne la série exacte de la SBF-Euronext en 1964. A la première comparaison entre les données de capitalisation boursière issues de l'Annuaire rétrospectif et les données issues des saisies, la différence apparaissait trop importante pour être due aux erreurs de saisie. Comme d'après le

cours de l'ENSAE de Palangié et Laforest (1963), l'INSEE a effectué le total de la capitalisation boursière en comptabilisant tous les titres (ordinaires, parts de fondateur et de bénéficiaires) et ceci pour la cote officielle et le marché des courtiers, strictement de la même façon, il apparaissait surprenant que les séries divergent à ce point, comme l'indique le tableau 1. Or nos données saisies pour 1945 correspondaient soit à la cote officielle, tout titre compris, soit à la somme des deux marchés parisiens, mais uniquement pour les actions ordinaires.

	Capitalisation boursière INSEE	Cote Officielle – tous les titres	Cote officielle et Cote courtier – actions ordinaires	Cote officielle et Cote courtier – tous les titres
1938	78	95	91	105
1945	354	343	360	400
1950	695	680		

Tableau 1: Capitalisation boursière comparée selon l'INSEE (Annuaire rétrospectif) et d'après la saisie de l'auteur (données ESF pour la cote officielle de 1938) - en milliards de francs

La consultation systématique des séries du *Bulletin mensuel de statistique* a permis de répondre à cette différence : la capitalisation boursière des sociétés nationalisées en 1945-1950 a été retirée dans les séries de *l'Annuaire rétrospectif*. Or, la nationalisation de la libération s'est effectuée par l'indemnisation des actionnaires par des titres de « parts bénéficiaires », cotées avec les autres parts avant d'être considérées comme des obligations à part entière. Reste à savoir quelle série retenir : si l'on souhaite raisonner à champ constant, et effectuer des comparaisons hors la question des nationalisation (comme le propose la série de l'Annuaire statistique de la France) il faut retirer les entreprises nationalisées, mais le faire pour 1938, alors que les nationalisations n'ont pas eu lieu est plus contestable. En revanche, si l'on souhaite obtenir une idée nette de la part de l'économie cotée, il faut inclure dans la capitalisation boursière ces titres nationalisés qui sont progressivement assimilés aux obligations. L'explication de la baisse de la capitalisation reviendra alors aux nationalisations³². C'est cette dernière possibilité que nous avons retenu, sachant qu'il est toujours possible au lecteur de retrouver en annexe les données complémentaires nécessaires à l'autre approche³³.

Ces précautions prises, il est alors possible de réaliser les ratios d'intérêt pour évaluer l'évolution du marché boursier d'actions au cours du siècle en France. Nous reprenons ici les différents ratios que nous avons évoqués dans notre rapide revue de littérature : l'effet de

³² Voir la section 4.3.5. qui traite des nationalisations et des privatisations pour la considération du champ couvert par la capitalisation.

³³ L'annexe A retrace toutes les données concernant la capitalisation boursière.

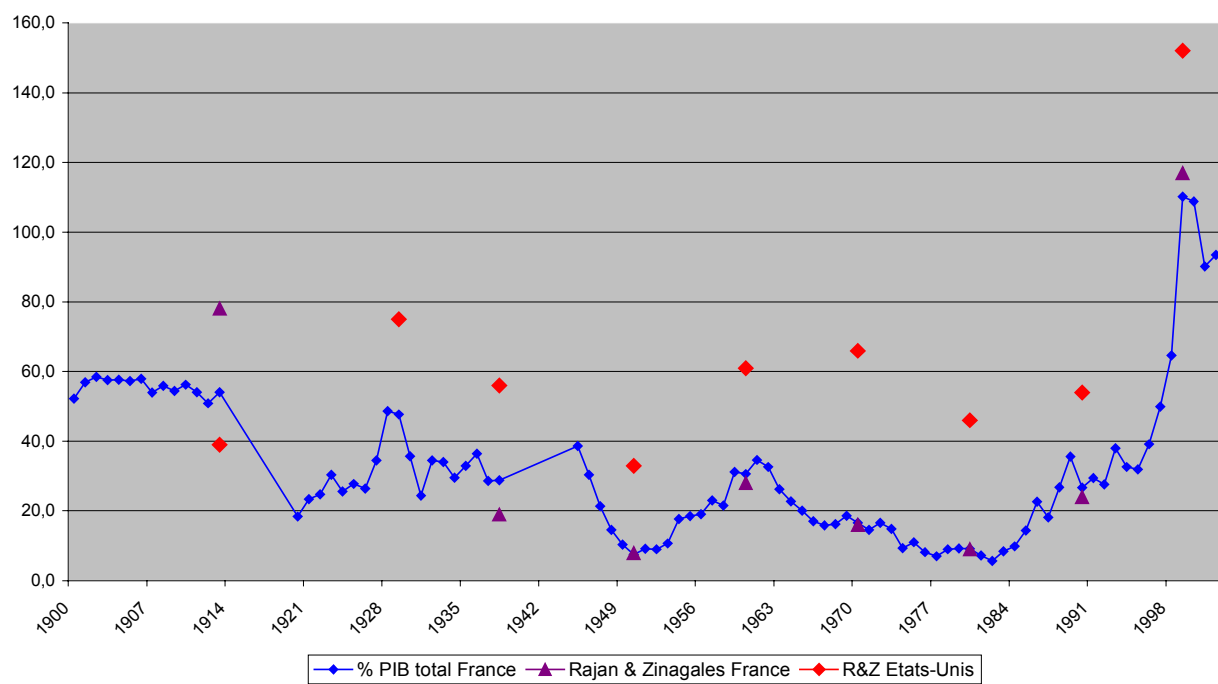
taille avec le rapport de la capitalisation boursière au PIB, l'effet de liquidité avec le rapport des volumes de transaction à la capitalisation boursière et au PIB et le rapport du nombre de sociétés cotées à la population totale.

4.2.2. Le ratio de la capitalisation boursière au PIB.

L'évolution de ce ratio (voir graphique 4, page suivante), au centre de notre travail, amène quelques remarques descriptives avant de procéder aux différentes interprétations explicatives :

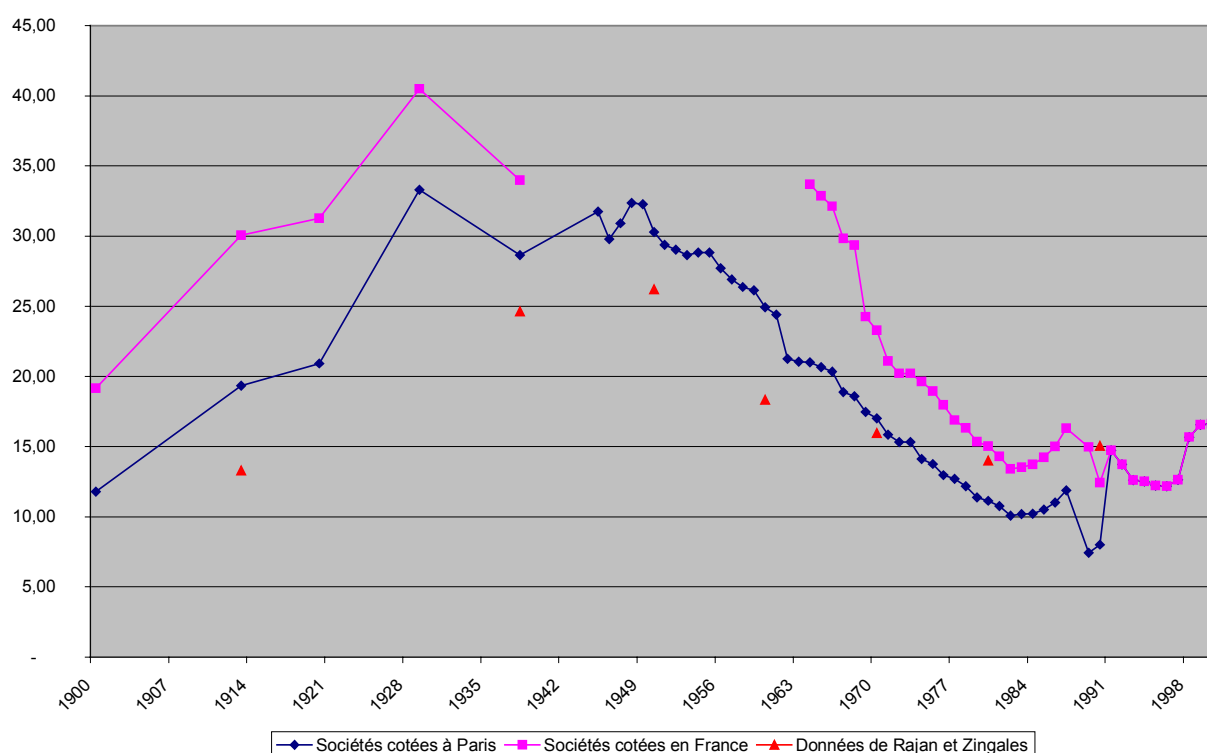
- La période avant 1914 met en évidence des ratios très importants, qui comme le soulignait l'article de Rajan et Zingales, ne seront atteints à nouveau qu'en 1996. L'avant 1914 domine largement le siècle si l'on écarte les dernières années de la décennie 1990. Ce constat renforce donc l'invalidation de la théorie du déterminisme légal suggéré par les travaux de La Porta et al.
- Dès lors que nous obtenons un chiffre beaucoup plus bas pour 1913 et que la bulle de la fin de siècle se résorbe, l'impression d'une courbe en U, soulignée par Rajan et Zingales, apparaît nettement moins flagrante et plus aplatie. En particulier, le point de 1929 au même niveau qu'avant la guerre, donne l'impression de reconstitution après les destructions et les chocs du conflit.
- On ne peut s'empêcher de constater que la différence entre les pays anglo-saxons et la France n'est pas résolue par la présentation d'un tel ratio : en effet, la courbe pour la France reste systématiquement – sauf pour 1913 – à 20 points de pourcentage du PIB en-dessous de la courbe américaine. Sauf pour les années 1960, l'évolution est assez similaire, mais la différence de niveau persiste. Si le déterminisme légal n'est pas à l'œuvre, d'autres facteurs sont en jeu.
- Les anomalies dans l'évolution de ce ratio sont essentiellement celles de la bulle de la fin des années 90 et la baisse considérable des années 1960 et 1970 : en 1982, le marché boursier français par actions représentent à peine 5,7 % du PIB, quand il représentait 34,7 % en 1961 et qu'il est passé en 1999 à 110 % du PIB. La baisse dans les années 1970 est commune à tous les pays industrialisés, mais la forte baisse dans les années 1960 semble propre à la France.

Graphique 5 : Ratio de capitalisation boursière au PIB - France- Etats-Unis (1900-juin 2002)



4.2.3. Le ratio du nombre de sociétés cotées à la population

Ce ratio, qui cherche à mettre en évidence une autre mesure du degré d'importance du marché boursier d'un pays, est utilisé aussi bien par les papiers de La Porta et al. (1997, 1999) que par Rajan et Zingales (2001). Il doit théoriquement compléter le ratio de la capitalisation boursière au PIB, en écartant l'effet de valorisation des actions qui trouble la considération du ratio précédent. Rajan et Zingales³⁴ soulignent que l'inconvénient de cet indice est d'être sensible à la concentration des entreprises : certains pays ont des entreprises plus petites et plus nombreuses et d'autres plus de grosses entreprises. Ces caractéristiques sont loin, de plus, d'être stables au cours du temps et il faudrait prendre en compte le nombre de sociétés par action qui existent dans le pays.



Graphique 6 : Nombre de sociétés cotées par million d'habitant en France (1900-2000)

Pour établir ces ratios, nous avons repris les données dont nous disposions et nous avons effectué une estimation pour la province, en vertu des indications dont nous disposions d'auteurs de l'époque. Mais si la série « France », n'est pas forcément très exacte, la série dont nous disposons pour Paris a été directement calculée d'après la cote officielle. L'allure générale de ce ratio contraste singulièrement avec l'image de courbe en U laissée par les travaux de Rajan et Zingales pour la capitalisation boursière. Bien au contraire, c'est une

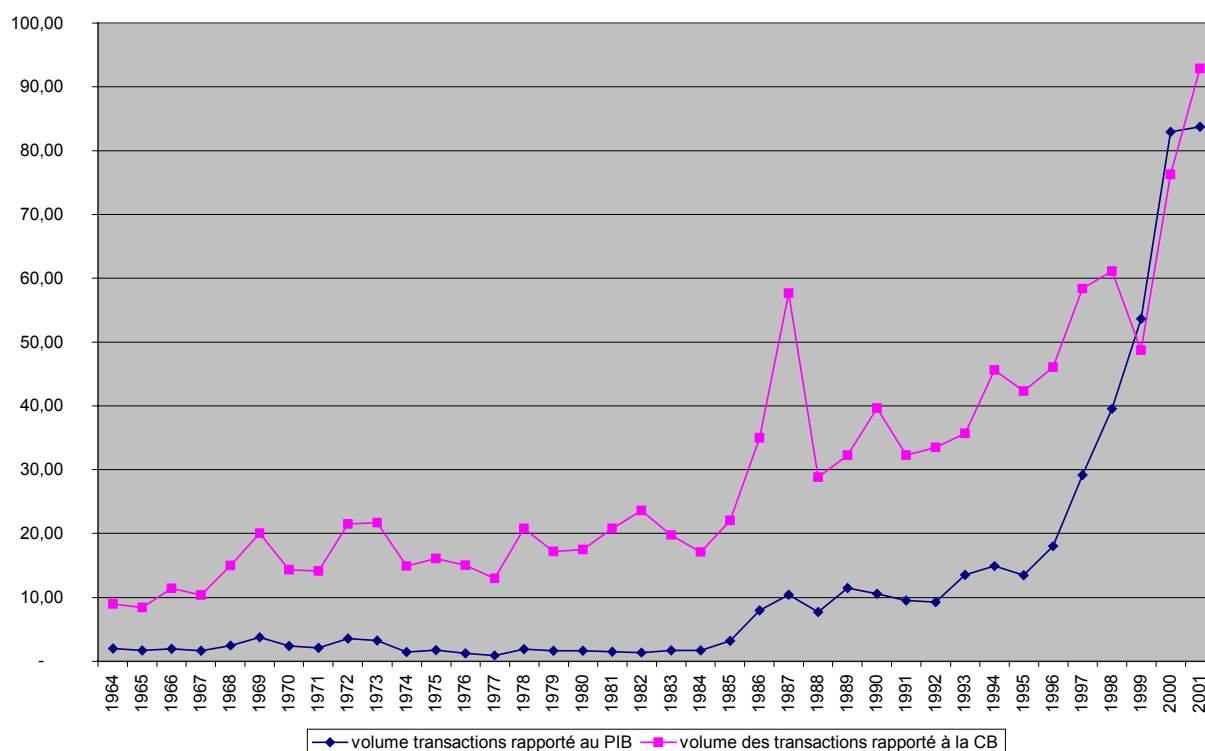
³⁴ Rajan et Zingales (2001), p 10-11

courbe en U inversée qui se détache, avec un sommet en 1929, maintenu à un haut niveau au début de l'après deuxième guerre mondiale avant une forte baisse. La dernière décennie ne semble pas avoir, à ce titre, véritablement permis de retrouver les niveaux atteints par le passé.

Bien entendu ce fait stylisé a plus à voir avec l'évolution de la structure des entreprises, avec un tournant vers un système productif plus concentré après 1945, mais il indique aussi que la première moitié du siècle, jusqu'à la crise de 1929, a vu passer par le marché boursier relativement plus de sociétés et de plus petite taille.

4.2.4. Le ratio du volume des transaction au PIB et à la capitalisation boursière

Les ratios du volume des transactions doivent capturer l'effet de liquidité du marché. Si l'on suit la littérature empirique récente sur les marchés financiers, qui retient essentiellement cet effet liquidité comme moteur de la croissance économique, il apparaît nécessaire d'essayer d'éclairer ce point sur le siècle. Rajan et Zingales n'ont pas voulu considérer cet indicateur, car il varie énormément selon les méthodes de calcul, les variations entre pays devenant alors de peu d'intérêt. Comme nous nous concentrons sur le cas français, il vaut la peine de nous y attarder quelque peu. Malheureusement, nous ne disposons pas de ces séries avant 1964. A partir de cette date, la compagnie des Agents de change publie dans *L'Année boursière* des séries de volume de transaction pour les actions, les obligations et l'ensemble du marché.



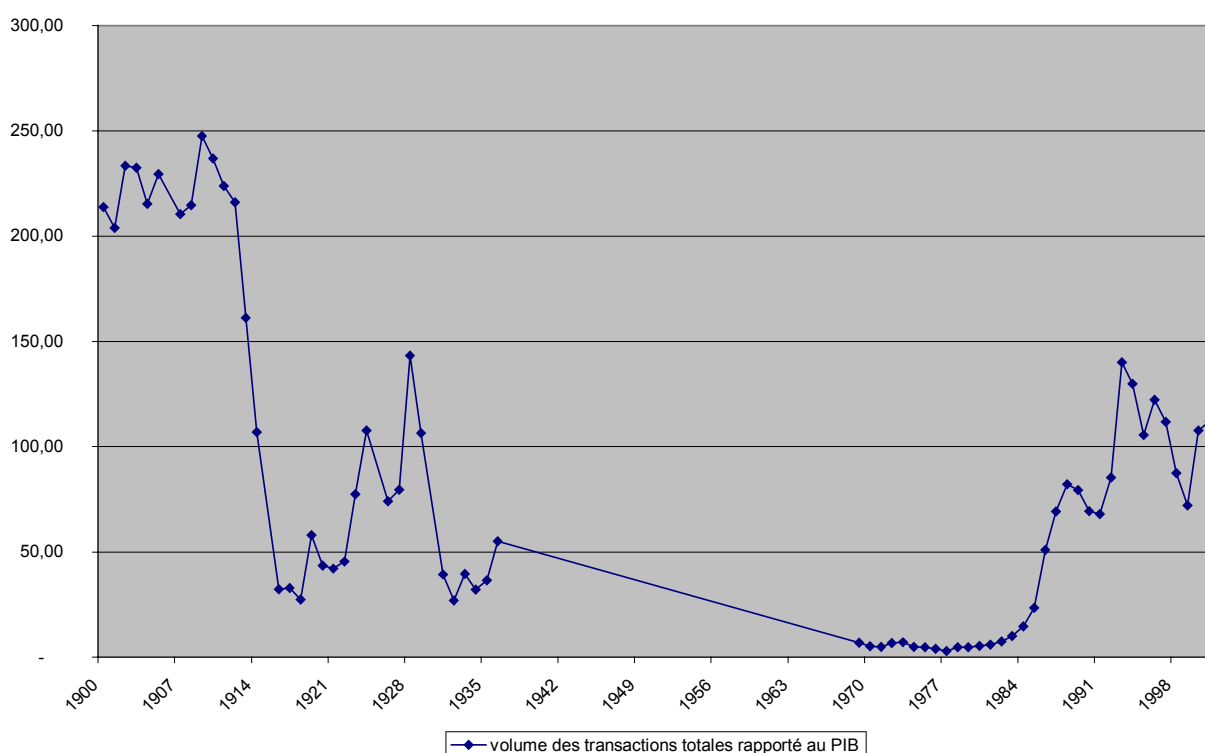
Graphique 7 : Ratio du volume des transactions au PIB et à la capitalisation boursière

La courbe bleue précisant le rapport du volume des transactions au PIB est la plus éloquente de l'augmentation de la liquidité du marché boursier français à partir de 1986. Les périodes de privatisation semblent déjà apparaître comme clés à cet égard. La courbe rose fait plutôt apparaître le krach de 1987 et la bulle de la fin des années 1990.

Mais pour obtenir une vision plus juste de la comparaison sous-jacente entre le début et la fin du siècle, il faut parvenir à estimer le volume des transactions à la période précédente. Pour ce faire, nous avons eu recours à une série du rendement de l'impôt sur les opérations boursière, instituée par la loi du 28 avril 1893. Il n'est malheureusement pas possible de distinguer le rendement des transactions des divers produits financiers et les valeurs à revenu fixe, qui forment la majeure partie des transactions, sont mélangées aux actions³⁵. Comme le taux appliqué à ces divers titres est différent, il faut faire une estimation grossière et fortement sujette à l'appréciation de l'auteur (de la part des différents titres dans les transactions totales). Prenons l'exemple de 1913 : le revenu de l'impôt sur les opérations de bourse est 9,637 millions de francs, avec une taxation de 0,00125 % pour la rente et de 0,01 % pour les autres titres. Selon la part qu'on attribue aux autres titres, le taux moyen à appliquer varie. Si ces titres représentent 100 % des transactions, le volume des transactions estimé est de 96,37 milliards de francs, soit 190 % du PIB de l'époque. Si ces titres représentent 20 % du volume

³⁵ Hautcoeur (1994) présente une estimation avec des données plus détaillées pour le début de la période.

des transactions totales, alors le volume estimé approche les 321 milliards de francs, soit près de 640 % du PIB. On a alors procédé de la façon suivante : on retranche systématiquement 15 % du total du rendement pour évaluer, de façon arbitraire, le montant de l'impôt des opérations de report, qui sont comptabilisées avec les opérations de simple transaction, puis on prend le taux applicable aux autres titres pour retrouver le volume des transactions sur lequel l'impôt est assis, en supposant que les transactions sont essentiellement celles des autres titres, ce qui est loin d'être vrai. En jugeant plus vraisemblablement que la part des rentes est non négligeable, l'estimation du volume des transactions serait considérablement augmentée par rapport à la série, déjà de niveau élevée, que nous présentons. Le lecteur se doit donc d'être prudent quant à la comparaison du niveau de ces ratios à ceux de la période récente.



Graphique 8 : Estimation du volume total des transactions rapporté au PIB (1900-2001)

Si on garde à l'esprit que les estimations d'avant 1936 sont plutôt des seuils inférieurs, l'impression générale est que le volume des transactions avant 1913 était, par rapport au PIB, à des niveaux très élevés et qu'à tous égards, la période de 1970 à 1985 est un plancher séculaire dans l'utilisation de la bourse, avec un niveau de liquidité historiquement bas. Les phases qui entourent une période de bulle spéculative, en 1929 ou à la fin des années 1990 sont des périodes d'importants volumes de transactions, qui ne sont pas forcément le signe

d'une liquidité accrue, mais d'une plus grande indécision des investisseurs et épargnants sur l'évolution de la valorisation boursière.

L'évaluation historique du volume des transaction demanderait à être poursuivie en rassemblant plus de données précises pour affiner cette ébauche. S'il est bien confirmé que le volume de transactions rapporté au PIB avant 1913 dépasse largement les niveaux récents, alors le constat de marchés financiers très actifs à la Belle Epoque ne serait que renforcé, avec cet indice de la liquidité du marché. Il faudrait en particulier réfléchir à ce que peut être un volume de transactions partagé entre plusieurs places boursières comme indice de la liquidité : plus de transactions partagées en plusieurs places n'est peut-être pas forcément un gage d'une meilleure liquidité, si les marchés de province sont segmentés par rapport à Paris. Mais au vu du nombre d'entreprises cotées sur plusieurs places, ce problème doit se limiter au tout début du siècle.

4.3. La question du champ

Le problème d'une série de capitalisation boursière, une fois qu'on a surmonté les nombreuses embûches à sa constitution, est de pouvoir isoler la composante du champ couvert par celle-ci. C'est d'ailleurs en soi, une des questions les plus intéressantes que de pouvoir cerner la part de l'économie qui est financée par le marché boursier. C'est aussi l'indicateur rêvé des chercheurs s'intéressant aux relations entre croissance et développement financier dont on a évoqué plus haut les travaux. Mais c'est une tâche malaisée, en particulier sur la période d'un siècle, non pas par manque de données, mais par l'énorme travail de compilation qu'il faudrait effectuer pour obtenir cette statistique. A défaut, nous présentons ici une méthode d'évaluation par les dividendes, qui est loin d'avoir tous les avantages de l'évaluation idéale.

4.3.1. L'évaluation idéale.

Idéalement, la part de l'économie se finançant par le marché boursier serait une statistique de la part de la valeur ajoutée des entreprises cotées sur la valeur ajoutée de l'ensemble du système de production marchand. Il faudrait pour chaque société cotée réunir cette information et évaluer la part de la société qui est financée par le placement en bourse (une société peut avoir un taux de capitalisation variable selon son type de financement préféré : un emprunt sur le marché du crédit bancaire est à ce titre une alternative au financement boursier).

Cette statistique va bientôt être disponible plus facilement pour les années récentes. L'INSEE est en train de constituer un fichier des entreprises où seront appariées les données de fichiers types FIBEN³⁶ et les données boursières. A l'heure de notre travail, ce fichier n'était pas encore achevé et pas facilement consultable pour les années existantes³⁷.

Pour les années précédentes, le travail de compilation reste entièrement à faire. Mais le plus important à souligner ici est que ce travail est techniquement possible, tant les données existent et les sources sont multiples. Dans une première approche de notre travail, nous avons recensé, sans en avoir fait le tour, l'ensemble des sources disponibles pour obtenir de l'information sur les données réelles (en opposition aux données boursières) des sociétés cotées. On peut trouver dans la bibliographie, à la rubrique « données sur les sociétés », les annuaires et les principales sources sur les comptes d'entreprise pour le siècle. Citons ainsi des annuaires boursiers³⁸ où les contemporains ont rassemblé l'information dont ils disposaient sur les sociétés cotées, ainsi que les archives de la Compagnie des Agents de Change, qui rassemblaient l'information sur les sociétés cotées.

Une telle évaluation demande un travail de compilation considérable que nous n'avons pas pu mener à bien pour ce mémoire. Nous avons donc procédé à une évaluation par les dividendes des sociétés cotées.

4.3.2. L'évaluation par les dividendes.

Pour connaître l'évolution du financement par le marché boursier, le montant des dividendes des sociétés cotées donne des indications précieuses : il existe en effet des données de la Comptabilité nationale concernant la masse totale des dividendes versés par les sociétés. En faisant l'hypothèse que le versement des dividendes soit similaire pour les entreprises cotées et pour les entreprises non cotées, on peut obtenir la part des entreprises cotées dans l'économie. Cette hypothèse, on le verra plus loin, n'est pas tout à fait évidente, et il faudra préciser comment qualifier l'erreur qui en découle.

4.3.2.1. La constitution des statistiques présentées.

Pour la période qui s'étend de 1963 à 1999, on dispose d'une bonne source d'information sur la masse des dividendes versés par les sociétés cotées et par l'ensemble des sociétés de l'économie. Pour la première série, il suffit de se référer aux différentes éditions

³⁶ Fichier Bancaire des Entreprises, données de la Banque de France.

³⁷ D'après une source de l'INSEE, ce fichier doit commencer en 1995.

de *L'Année boursière*³⁹, pour la seconde, il convient de rechercher dans les Comptes nationaux publiés par l'INSEE des évaluations des masses de dividendes versés par les différents secteurs de la comptabilité nationale.

Les données de la SBF-Euronext sont toujours présentées sous deux formes : en net et en global. Les dividendes nets sont les dividendes versés effectivement par les entreprises, les dividendes globaux sont le montant des dividendes nets augmentés de l'avoir fiscal correspondant. Dans la comptabilité nationale, les dividendes sont toujours comptabilisés en global, avoir fiscal inclus – aussi, ce sont plutôt les rapports globaux qu'il va falloir considérer pour procéder à l'évaluation. Précisons tout de même que nous avons supposé que les dividendes payés en titre par les sociétés cotées sont comptabilisés dans les montants totaux de la comptabilité nationale, même si nous n'avons pas pu le vérifier – ces paiements en titre sont relativement importants, environ 25 % des sociétés y recourent⁴⁰.

Avant 1945, nous disposons des montants totaux de dividendes versés par les sociétés françaises de la cote officielle de la bourse de Paris⁴¹. Il faut remarquer que les données de dividendes que l'on obtient dans la Cote officielle d'une année n , correspondent à l'exercice $n-1$, qui seront donc déclarés par les ménages comme leur revenu de $n-1$. L'annexe B et la méthodologie de la saisie présentent en détail les choix effectués pour établir ces séries de dividendes. On peut juste dire qu'il existe deux possibilités concurrentes de le faire : soit en saisissant à l'année $n+1$, l'ensemble des dividendes versés au titre de l'année n , soit à l'année n de saisir les deux coupons, en vérifiant la date de leur versement à l'année n . Cette dernière méthode est la plus exacte pour obtenir le montant global des dividendes versés en n , puisque les sociétés peuvent avoir des exercices comptables à cheval sur deux années civiles ; ainsi un dividende dit au titre de l'exercice 1913 peut être versé en novembre 1913 et février 1914. Au vu des incertitudes entourant la statistique globale, on a souvent recours à l'année dite

³⁸ En particulier pour les années trente, le « recueil de sociétés par actions » détail ces informations pour toutes les sociétés cotées en France (coulisse, paris et province).

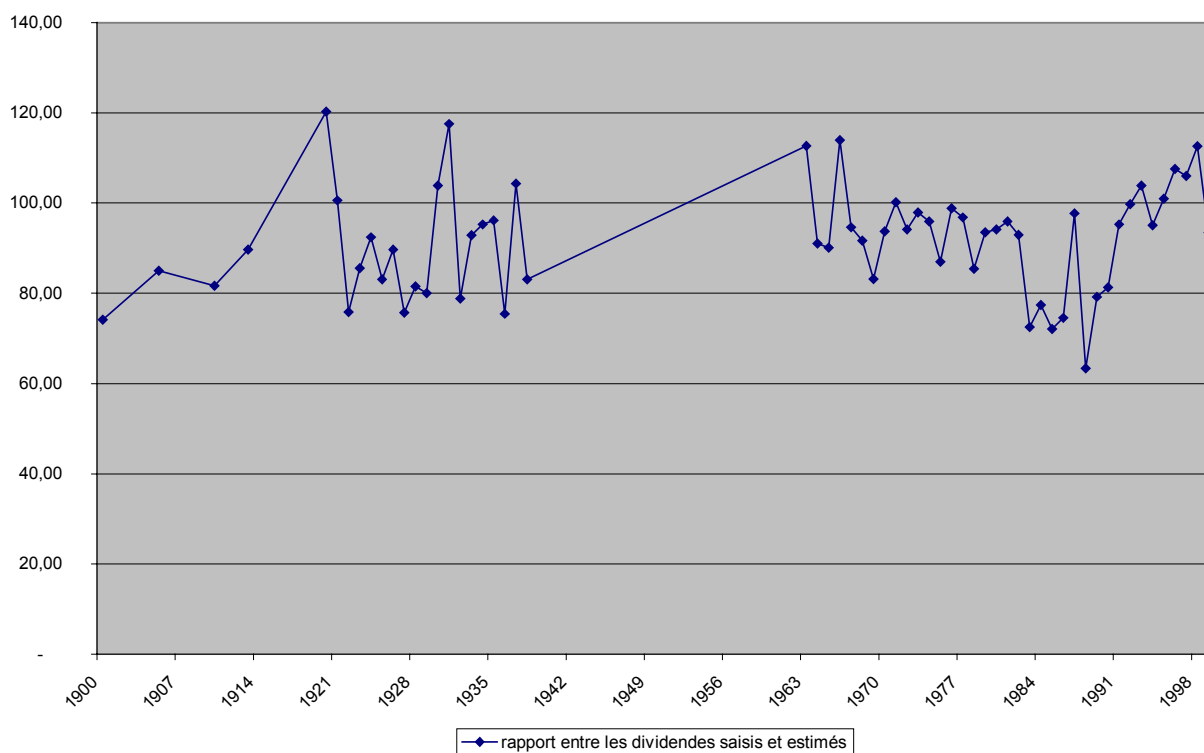
³⁹ On conserve pour l'instant une incertitude sur les années 1983 à 1990, pour lesquelles *L'Année boursière* ne donne pas de données concernant le second marché, alors qu'il existe et que les sociétés qui y sont inscrites versent des dividendes. Nous ne pouvons affirmer que ces montants sont compris dans la valeur donnée pour le premier marché, et il ne faudrait donc pas trop s'avancer sur une explication de la baisse du total pour cette période, sans régler cette incertitude – ce qui n'arrange rien est le fait qu'il manque à la BNF comme à la Bibliothèque Cujas les exemplaires concernant ces années en particulier, et que l'information recherchée n'est pas présente dans l'ouvrage de 1990.

⁴⁰ Le tableau 6 de l'annexe B donne les statistiques fournies par SBF-Euronext pour 1983-1999.

⁴¹ Pour 1920-1938, ce sont les données de la base ESF de PC Hautcoeur et M. Petit, pour 1900, 1905, 1910 et 1913, ce sont les saisies réalisées par l'auteur – voir en annexe, les tableaux B-2 et B-3 pour le détail.

d'exercice pour établir les dividendes⁴². Nous avons aussi saisi pour quelques années les montants de dividendes de la coulisse⁴³, ce qui nous permet d'obtenir une série cohérente pour la place de Paris, seuls nous manquant les données pour les bourses de province pour obtenir des données exactement comparables aux données récentes.

Nous avons aussi utilisé une autre technique pour établir la série des dividendes des entreprises françaises cotées. L'INSEE propose une série des taux de rendement des valeurs variables, ces rendements ne sont que le rapport entre les dividendes et le prix des actions pour les sociétés comprises dans l'indice des cours de l'INSEE. En utilisant la série de capitalisation boursière et ces rendements, on peut donc obtenir une série de dividendes qui doivent normalement comprendre tous les dividendes versés en France par des sociétés cotées, pourvu que le taux de rendement soit identique sur la place de Paris et sur les bourses de province⁴⁴.



Graphique 9 : Rapport entre les dividendes saisis et les dividendes estimés par le rendement et la capitalisation boursière

⁴² Sauf erreur, PC Hautcoeur et M. Petit ont présenté des données de dividendes au titre de l'exercice comptable des sociétés, mais leur base de données saisies, avec chaque coupon et sa date de versement, permettrait de retrouver les dividendes effectivement versés en une année n.

⁴³ Nous avons saisi 1900, 1913, 1920, 1929 et 1938 et nous estimons les autres années avec les montants de la cote officielle.

⁴⁴ D'après ce que nous avons pu constater, les taux de rendement sont légèrement supérieurs dans les places boursières de province, ce qui sur-estime légèrement cette évaluation.

Le graphique 9 met en évidence la relative fiabilité de l'estimation des dividendes par les rendements. Avant 1945, les dividendes saisis ne prennent pas en compte les dividendes des places boursières de province et ont donc tendance à être sous-estimés. Après 1963, où les dividendes recensés par la SBF sont censés être exacts, nous trouvons aussi une légère sous-estimation, en particulier pour quelques années. Cela peut être dû à un rendement peu cohérent⁴⁵ mais J. Hamon et B. Jacquillat avaient déjà souligné que les données de dividendes de la SBF étaient légèrement sous-évaluées par rapport aux dividendes qu'ils avaient répertoriés dans leur base AFFL.

Malgré ces petites variations, la série estimée est globalement cohérente et comme elle permet d'avoir plus de points, nous allons l'utiliser ultérieurement, sauf pour la période de 1963 à 1999, où nous préférons garder la série proposée dans l'Année boursière par la SBF-EURONEXT.

La difficulté consiste à trouver des montants globaux de dividendes équivalents à ceux de la comptabilité nationale. On dispose des estimations de deux économistes Dugé de Bernonville et de Malissen qui reposent sur les statistiques fiscales du rendement de l'IRVM, l'Impôt sur les valeurs mobilières, institué en 1872⁴⁶. Nous avons repris ces statistiques fiscales, complétées par les évaluations des deux économistes et des évaluations du revenu taxé pour les actions françaises que donne Michèle Saint-Marc (1974). Malissen, qui a pour objectif d'établir une série des bénéfices distribués fait une série de remarques sur la qualité de ses données⁴⁷ :

- Il souligne que dans son optique de comparaison avec les bénéfices issus des données de l'impôt sur les Bénéfices Industriels et Commerciaux (BIC), le champ couvrant les valeurs françaises de l'IRVM est inadéquat (les sociétés françaises exerçant à l'étranger sont imposables à l'IRVM, mais pas aux BIC et inversement les sociétés étrangères en France ne sont pas imposées dans la catégorie « valeurs françaises » de l'IRVM). Mais cette situation n'est pas un problème dans notre optique d'une évaluation des dividendes versés par les sociétés françaises exerçant à l'étranger, dans les colonies ou dans l'hexagone.
- Il remarque aussi, que les participations entre sociétés troublent ces statistiques puisque sont comptabilisés deux fois les bénéfices distribués d'une filiale à sa maison-mère puis

⁴⁵ Les séries de rendement que nous avons relevé dans les Annuaire Statistiques de la France et dans le Bulletin mensuel de statistique ne sont pas toujours cohérentes entre elles, parfois pris en moyenne annuelle, parfois en décembre de l'année, parfois même sans l'avoir fiscal. Nous avons essayé d'éliminer au maximum ces incohérences, mais des doutes restent parfois.

⁴⁶ On trouvera dans Piketty (2001) une présentation utile de cet impôt (p 239 à 243) et surtout le détail des évaluations de Dugé de Bernonville (dividendes) et Malissen (bénéfices distribués) aux tableaux G-13 et G-15 de l'annexe G.

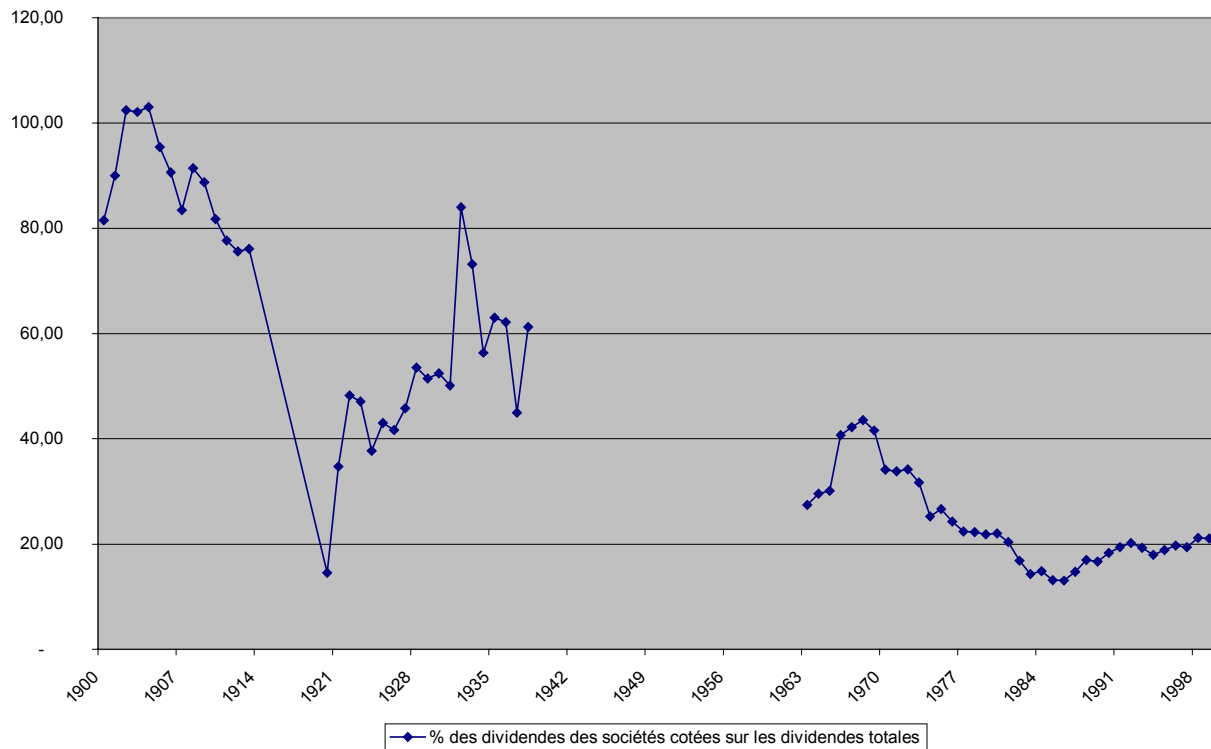
redistribués. Mais la statistique fiscale a l'avantage au contraire de bien prendre en compte les dividendes versés par les sociétés françaises à d'autres sociétés. On a là l'avantage d'un impôt prélevé à la source et dont les statistiques sont en outre précises.

□ Par contre, Malissen note aussi qu'il existe un écart entre la base d'imposition et les distributions effectives d'une période. Le paiement de l'impôt se fait en effet par tranche d'un cinquième à chaque trimestre du dividende précédent. En cas d'augmentation ou de diminution du dividende effectivement versé, le solde est exigé par l'administration fiscale. Cela conduit, en période de hausse, à surestimer les distributions effectives de l'année⁴⁷. Pour la période qui nous intéresse, le problème se pose moins avant 1914 (période de stabilité monétaire) qu'après 1920 – le problème est de toute façon moindre que pour l'après 1945.

Une fois ces précautions prises, il est possible d'étudier l'évolution de la part des dividendes des sociétés cotées sur les dividendes de l'ensemble des entreprises françaises.

⁴⁷ *L'autofinancement des sociétés* (1953), p 42 à 48.

⁴⁸ Nous citons Malissen (1953), p 45, particulièrement clair sur ce point : « *Par exemple, si le dernier dividende connu versé en juillet 1947 est de 100, une société verse chaque trimestre un impôt assis sur un cinquième de ce dividende, soit 20. Ainsi, après le versement du 2^e trimestre 1948, elle aura versé un impôt assis sur 80. Supposons maintenant que le dividende annoncé en juin 1948 soit de 200. La société va devoir effectuer un paiement de régularisation assis sur 120. Puis les nouveaux acomptes trimestriels seront assis sur 40. Au total, alors que la distribution effective de 1948 est de 200, les bases d'imposition de 1948, reconstituées à partir des droits perçus en 1948, ressortent à 240.* »



Graphique 10 : Part des dividendes versés par les sociétés cotées sur les dividendes versées par l'ensemble des entreprises, et les dividendes reçus par les ménages (1900-1999)

4.3.2.2. L'évolution de la part de l'économie cotée.

Trois constats importants apparaissent à la vue de cette statistique :

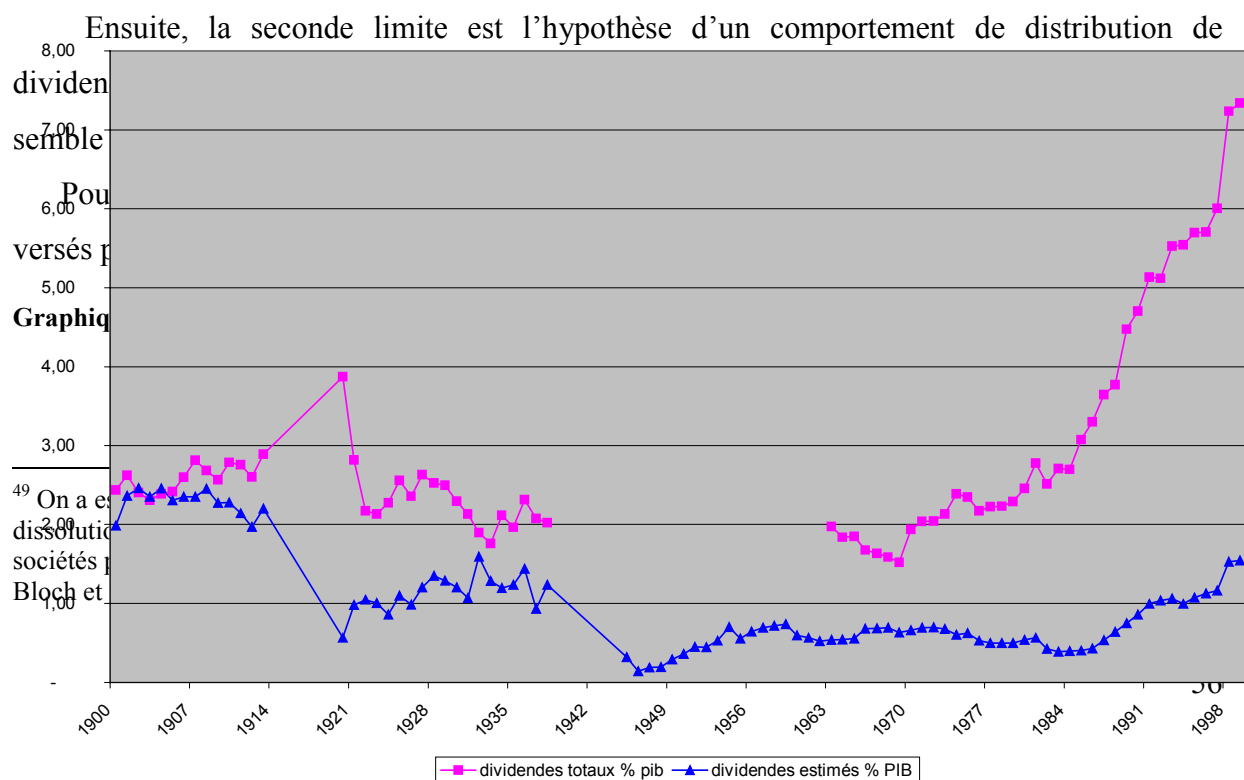
- L'importance du marché boursier avant 1914 est renforcée par le constat d'une part considérable des dividendes totales qui sont versées par les sociétés cotées. Si l'on garde à l'esprit que les dividendes versés par les sociétés cotées en province ne sont pas compris dans cette statistique, un pourcentage de 60 % est considérable. Cela est en partie dû au fait que les sociétés par action sont moins répandues et que cette forme juridique n'est utilisée essentiellement que pour les sociétés souhaitant se faire coter. Néanmoins, le simple fait que cette situations n'ait pas duré est remarquable.
- Si la Grande Guerre a très nettement fait baisser la part de l'économie cotée, la deuxième moitié des années 1920 voient un redressement très net, au niveau de l'avant-guerre. C'est un argument nettement en défaveur de la thèse de Rajan et Zingales, d'un retour de bâton dû à la politique isolationniste suivant la crise de 1929. Avant la seconde guerre mondiale, la part estimée ainsi de l'économie cotée reste très importante.

- Enfin, peut-être le plus important, dans le contexte actuel, est la stabilité de la fin du siècle. On pouvait s'attendre à une augmentation de la part des dividendes des sociétés cotées sur l'ensemble des dividendes si l'augmentation de la capitalisation boursière correspondait à la diffusion d'une nouvelle « culture des actions » et à l'augmentation de la part de l'économie cotée. Rien de tout cela n'est sensible ; seules les politiques de nationalisations et de privatisations des années 1981 et 1986 semblent avoir eu un impact important ; l'augmentation des dernières années du siècle n'est de l'ordre que de quelques pour cents.

Mais cette estimation se heurte à des limites qu'il faut essayer d'évaluer.

4.3.2.2. Les limites de cette estimation.

Deux grandes limites sont intrinsèques à cette évaluation : d'abord ce ratio est celui des entreprises cotées sur les entreprises par action non cotées – avant 1914, il semble que le passage des entreprises en nom propre à la forme moderne des entreprises en nom collectif ne soit pas totalement terminé. Une telle évolution juridique pourrait ainsi expliquer ces ratios très importants, avec la transformation progressive de sociétés en nom propre en sociétés par action, non cotées. Moins que la baisse de la proportion des entreprises cotées, on pourrait penser que cette évolution traduit le développement des sociétés par actions. Ainsi, en 1900, on compte 8700 sociétés par actions en France et environ 740 sociétés cotées, soit 10 % du total, quand en 1996, sur 164000 sociétés par actions, seuls 0,4 % sont cotées⁴⁹. Si cela amoindrit la valeur de notre estimation de la part de l'économie cotée, cela ne fait que renforcer le constat qu'avant 1914, les sociétés par actions visaient beaucoup plus l'introduction en bourse que leurs homologues contemporains.

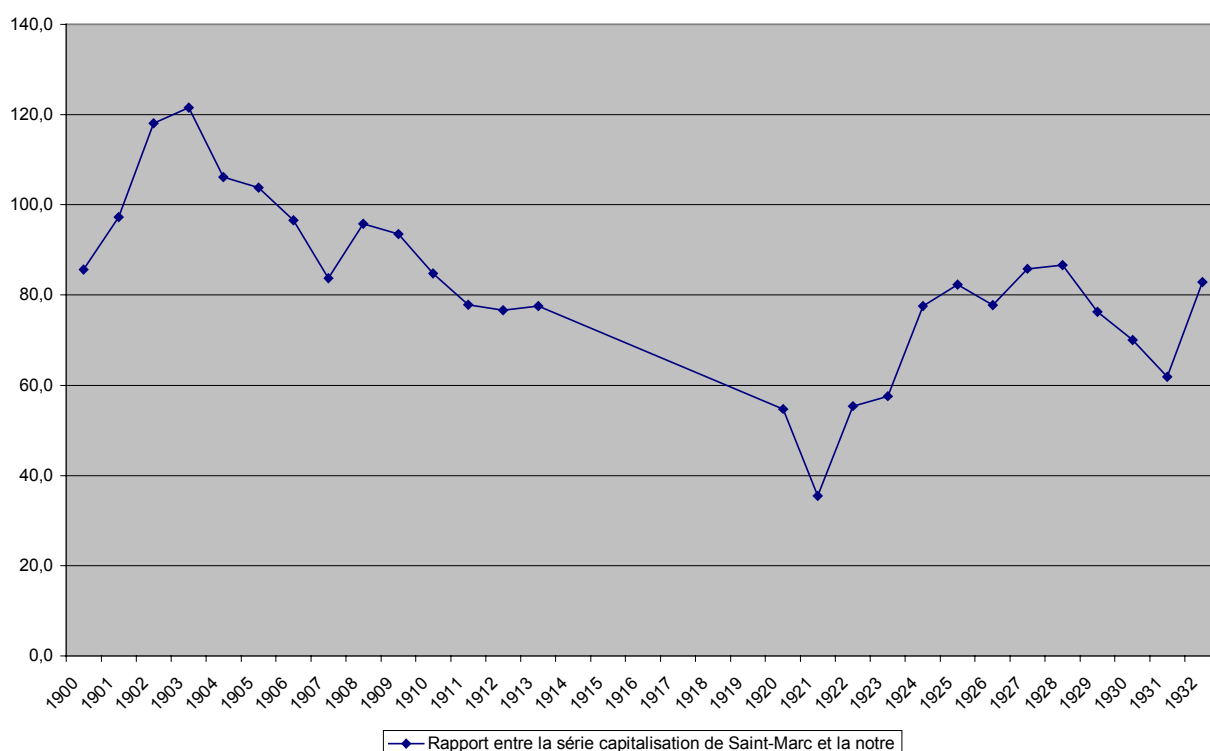


Ce graphique diminue l'impression première d'une Belle Epoque, unique période boursière dans le XX^e siècle français : La fin des années vingt présente un redressement au niveau de l'avant guerre et la fin du siècle atteint presque le seuil des 2 % du PIB d'avant 1914. Le développement des sociétés par action depuis les années 1970 est sensible dans l'augmentation considérable de la part des dividendes versés par l'ensemble des entreprises, mais les entreprises cotées n'ont pas suivi une évolution similaire. Le niveau d'avant 1914 n'est pourtant toujours pas atteint et la formidable croissance boursière des dernières années, considérée par la masse des dividendes versés, devient beaucoup plus relative.

Dès lors que la part de l'économie cotée prenait une place si grande avant 1914, pas même atteinte en 1999, on ne peut que rejeter l'explication d'un déterminisme juridique suggérée par La Porta et al. et confirmer l'impression laissée par le travail de Rajan et Zingales d'un développement très important du marché boursier au début du siècle.

4.3.3. L'évaluation par la capitalisation boursière

On a vu plus haut les données estimées par M. Saint-Marc de la capitalisation boursière potentielle, si toutes les sociétés qui versent des dividendes étaient cotées. On peut en comparant notre propre série de capitalisation boursière à son estimation, tenter de voir, la part des sociétés par actions cotées sur les sociétés par actions totales. Bien entendu, cette évaluation surestime de montant d'autant plus que le nombre de sociétés cotées qui ne versent pas de dividendes est important.



Graphique 12 : rapport de la capitalisation boursière estimée par Michèle Saint-Marc et notre série

Il ne faut pas se fier au mouvement général de ce rapport avant 1914, puisque notre propre évaluation a été obtenue par interpolation linéaire à partir des quatre dates 1900, 1905, 1910 et 1913. Le pic en 1903 indique plutôt une sous-estimation de notre part, comme la baisse en 1907, une sur-estimation. De façon générale, le taux de 80 %, qui domine avant 1914, et qui est vite rattrapé dès 1924, donne l'impression d'une constance assez marquée dans la part des sociétés par actions cotées et la tendance est fort similaire à ce qu'on avait trouvé précédemment avec l'estimation par les dividendes – ce qui est rassurant, puisque la statistique à l'origine de ces comparaisons est la même (les données fiscales de l'IRVM). Le niveau de ce rapport ne reflète pas bien sûr la part de l'économie qui est cotée – il faudrait ajouter la part des actions cotées qui ne versent pas de dividendes, et la part des sociétés par actions dans l'économie. Pour toutes les années où nous avons les données, environ 25 à 30 % des sociétés ne versent pas de dividendes. Avant 1914, on a vu que la plupart des sociétés versant des dividendes étaient cotées, ce qui explique que notre série de capitalisation boursière dépasse parfois celle de M. Saint-Marc, mais par la suite la prise en compte par cette dernière des sociétés non cotées rend la statistique beaucoup moins fiable.

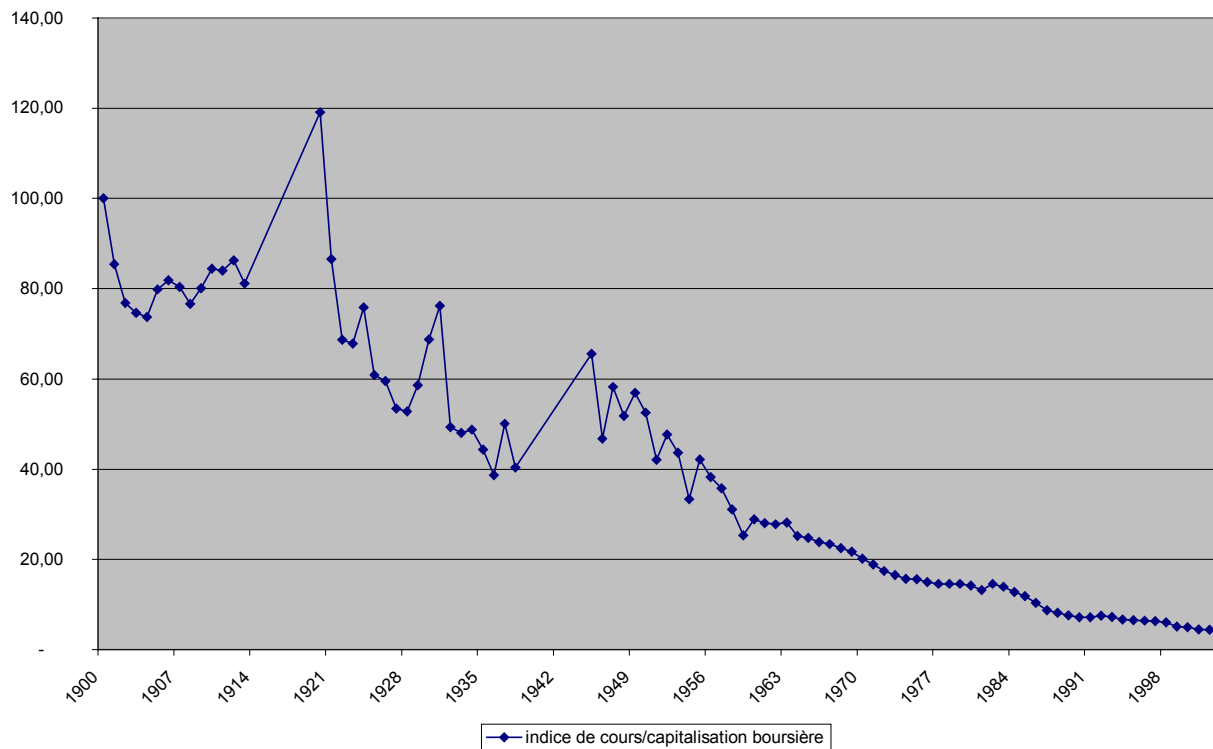
En terme d'évaluation de la part de l'économie cotée cette méthode est donc peu pertinente et la précision de l'évaluation de la capitalisation boursière de M. Saint-Marc diminue au fur et à mesure que le nombre de sociétés non cotées et qui versent des dividendes augmente⁵⁰.

4.3.4. L'évaluation par les indices boursiers

Il existe une autre façon d'aborder la question de la part de l'économie cotée. On dispose pour toute la période d'indices des cours boursiers qu'a synthétisé l'INSEE et qu'effectue la SBF, puis EURONEXT, sans discontinuité. La capitalisation boursière doit suivre une évolution semblable à ces indices de cours, sauf pour les augmentations de capital, les introductions en bourse, les faillites des sociétés et les nationalisations, c'est-à-dire sauf pour les variations de la part de l'économie cotée. Les indices boursiers écartent, par leur définition, ces changements qui affectent grandement la capitalisation boursière.

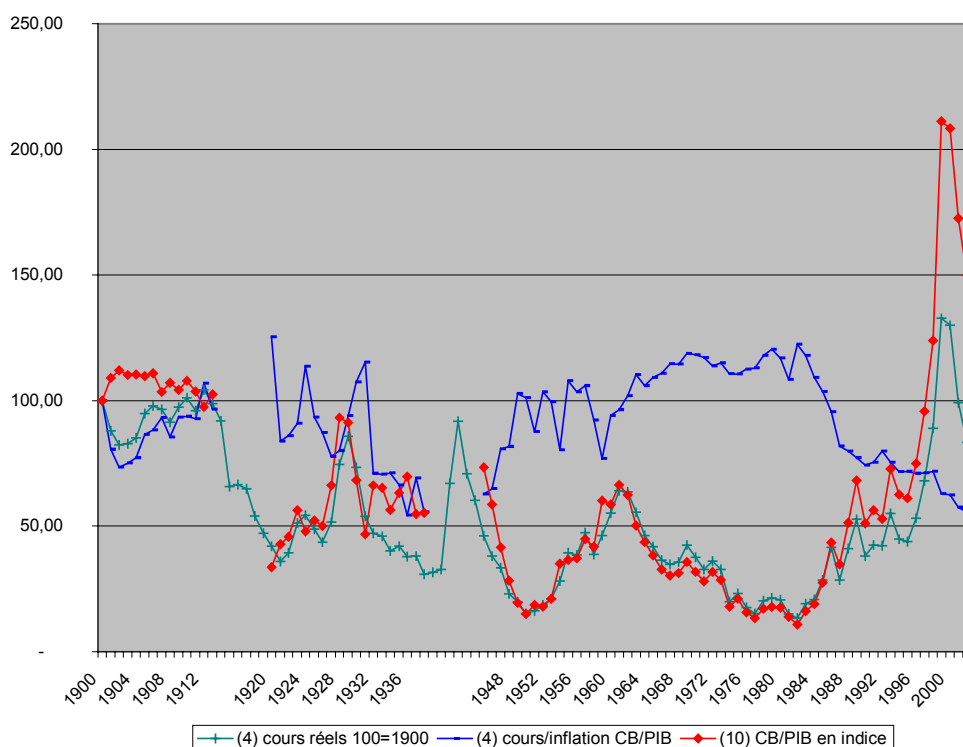
Pour voir si cette analyse pouvait apporter quelque chose à notre étude, nous avons réalisé le rapport entre l'indice de cours et un indice de la capitalisation boursière que nous avons construit à partir de notre série.

⁵⁰ Contrairement à l'évaluation que l'auteur donne de la fiabilité de ces données, qui devait selon elle augmenter.



Graphique 13 : Rapport entre l'indice des cours boursiers et un indice de capitalisation boursière

La capitalisation boursière a dépassé tout au long du siècle l'indice des cours, laissant entendre que l'augmentation de l'économie cotée était toujours supérieure à l'augmentation des cours boursiers, sauf pour les guerres, qui ont détruit une partie du produit national et de la capitalisation boursière. C'est là chose évidente, puisque l'indice des cours boursiers par définition ne reflète pas l'augmentation du PIB, alors que la capitalisation boursière, elle le fait. Pour bien pouvoir utiliser les indices boursiers, il faut comparer l'évolution des cours en réel, diminué de l'inflation, à un indice du ratio de capitalisation au PIB. Si ce ratio progresse plus vite que l'indice réel des cours, on peut en conclure que l'effet champ domine et qu'il y a augmentation de la part de l'économie cotée, de même inversement. C'est ce que nous avons essayé de représenter au graphique 12.



Graphique 14 : Rapport entre un indice réel du cours des actions et un indice du ratio de capitalisation boursière au PIB - base 100 en 1900

Pendant la majeure partie du siècle, le ratio de la capitalisation boursière au PIB et l'indice réel des cours boursiers évoluent de la même façon et le rapport oscille autour de 100. Singulièrement, l'après 1929 laisse apparaître une baisse plus forte des cours boursiers que le ratio de la capitalisation au PIB. On devrait en conclure à une augmentation de la part de l'économie cotée si cette statistique est juste. Pour que ce ratio reste constant alors que les cours baissent, il faut que le champ couvert augmente. Cela nous laisse sceptique, tant cela semble contradictoire avec nos estimations précédentes. Par contre, on retrouve dans les années 1960 et 1970, une évolution similaire aux résultats précédents avec une baisse progressive du champ couvert par la capitalisation boursière. La fin du siècle se caractérise par une augmentation, selon cette statistique, assez conséquente de la part de l'économie cotée, puisque le ratio de la capitalisation au PIB augmente nettement plus que l'indice des cours. La plus forte évolution a lieu entre 1986 et 1987, pendant la période des privatisations, mais le retour de situation a lieu antérieurement, vers 1983. Entre 1988 et 1997, le rapport se stabilise et baisse à nouveau pendant les dernières années du siècle.

Cela conforte donc nos estimations précédentes, avec une augmentation de la part de l'économie cotée depuis les dernières décennies, surtout pendant les périodes de privatisations, mais pas uniquement – le tournant de la rigueur de 1983 est à ce titre un

meilleur point de départ – et dans une moindre mesure avec l’embellie boursière des années 1997-1999.

Si cette statistique permet de bien rappeler l’importance de l’effet de valorisation dans l’évolution de la capitalisation boursière, elle est peu pratique pour quantifier la part d’évolution de chacun et reste parfois malaisée à interpréter quand les mécanismes à l’œuvre ne sont pas toujours facilement identifiables.

4.3.5. Bilan des différentes évaluations.

Parmi les différentes méthodes d’évaluation de la part de l’économie cotée, la part des dividendes des sociétés cotées au PIB est celle qui revêt le moins d’inconvénients et donne la vision la plus juste de l’évolution du champ couvert par la capitalisation boursière. Trois faits stylisés sont donc à retenir dans le cadre de notre étude :

- L’économie française d’avant 1914 est plus intensément servie par le marché boursier que pendant la majeure partie du siècle et encore aujourd’hui, où un tel niveau n’est pas forcément atteint. Cela infirme donc l’explication par le déterminisme légal de La Porta et al. et confirme l’intuition de Rajan et Zingales.
- La fin des années 1920 permet un retour à la situation d’avant-guerre, si la crise des années 1930 réduit la part de l’économie cotée, comme le prédit l’explication d’économie politique de Rajan et Zingales, c’est la seconde guerre mondiale qui est déterminante à ce titre.
- La remontée de la part de l’économie cotée a lieu de 1986 à 1993, puis une dernière poussée a lieu en 1998 et 1999. La période des privatisations semble avoir sa part d’explication et pour conforter la thèse de Rajan et Zingales, il faudrait analyser celles-ci comme résultant de la pression de l’ouverture économique. Nous allons considérer ce point à la section 5.2.1.

Après avoir éclairci l’évolution du champ couvert par la bourse pendant le XX^e siècle français, nous allons revenir à l’évolution de la capitalisation boursière et chercher à quantifier la part que représentent l’effet champ et l’effet valorisation dans l’évolution de celle-ci.

4.4. Deux effets : champ et valorisation

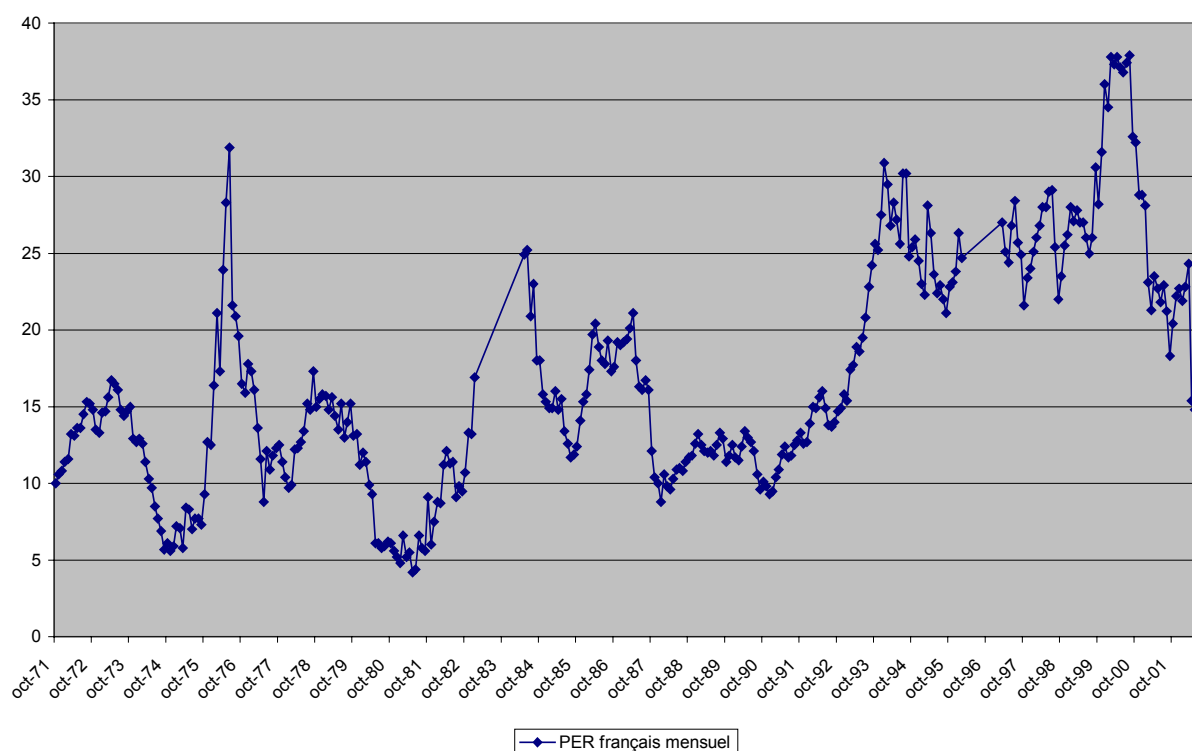
Si nous avons bien réussi à identifier l'effet champ, qui était dans notre problématique le point principal à établir, pour pouvoir rendre compte de l'évolution de la capitalisation boursière, il faut aussi vérifier l'évolution de l'effet valorisation. Ce dernier a absorbé beaucoup d'énergie de la part des chercheurs et des financiers, en quête d'instrument permettant de juger de la valorisation des actions. En particulier depuis quelques années, la controverse sur la valorisation des bourses mondiales a alimenté le débat : l'explosion des ratios de valorisation a conduit de nombreux universitaires à mettre en garde contre l'énorme bulle spéculative, quand d'autres ont émis l'hypothèse de l'entrée dans un nouveau système économique où les anciens ratios ne seraient plus que de mauvais indicateurs. La baisse récente des places boursières semble démentir cette dernière théorie et rendre toute sa place

4.4.1. Quantifier l'effet valorisation : en quête des PER

Le ratio le plus couramment utilisé pour évaluer la valorisation des actions est le « price-earning ratio » (PER) ou encore, en traduction française le rapport entre le prix d'une action et les bénéfices dégagés par la société. Ce ratio est préféré à celui du « price-dividend ratio », le rapport du prix des actions aux dividendes versés par la société, car il n'est pas entaché par les modifications de la politique de distribution des dividendes. Malheureusement, il ne nous a pas été possible de reconstituer une série séculaire de PER, un travail de compilation considérable étant nécessaire pour cela. La seule série qui existe aujourd'hui est celle que présente Morgan Stanley Capital International à partir de 1971⁵¹, en données mensuelles. Le problème avec les séries de PER est que des bénéfices presque nuls font exploser vers l'infini le ratio, rendant les comparaisons peu amènes. D'ordinaire, les chercheurs⁵² utilisent des moyennes mobiles sur 10 ans afin de réduire ce genre d'aberration. La série de MSCI est malheureusement brute, et nous n'avons pas obtenu les séries de prix et de bénéfices utilisés pour corriger celle-ci. Nous avons préféré présenter la série mensuelle en enlevant la période de février 1983 à avril 1984 et la période de février 1996 à février 1997 pour ne pas troubler l'analyse. Il est évident, bien entendu, qu'un lissage par les moyennes mobiles aurait été préférable.

⁵¹ Elle est vendue sur le site Internet Globalfindata.com.

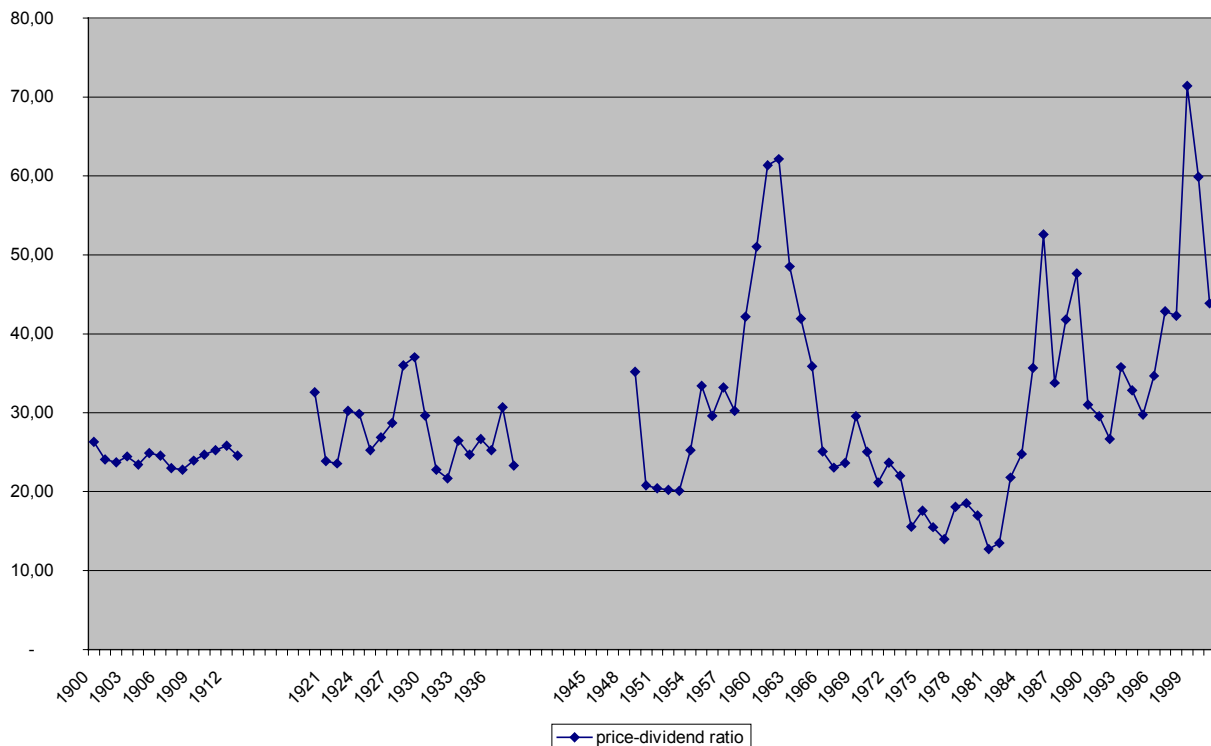
⁵² Voir par exemple John Campbell et Robert Shiller (2001)



Graphique 15 : PER au cours d'ouverture, en mensuel (1971-2002) – d'après Morgan Stanley Capital International – globalfinddata.inc

Il est malaisé de commenter un ratio dont on ne connaît pas exactement la réalisation. Néanmoins, il est possible de cerner quelques faits saillants : de 1971 à 1993, le PER oscille autour de 15, puis il se stabilise vers 25, avant de monter au plus haut de la bulle vers 37-38. La chute récente des cours le fait redescendre vers le niveau de 15. Selon cette série si l'effet de valorisation excessif de la bulle des années 1998 et 1999 est très net, la chute récente laisse à penser qu'elle est complètement dégonflée.

Pour poursuivre notre comparaison séculaire, nous avons établi le ratio « price-dividend », rapport de la capitalisation boursière aux dividendes. Nous avons, là encore, enlevé à la présentation du graphique, les points de 1945 à 1948. Pendant ces années d'après-guerre, les dividendes ont été si faibles que les ratios prix-dividendes ont explosés, laissant peu de visibles les autres évolutions séculaires.



Graphique 16 : ratio prix-dividendes en France (1900-2000)

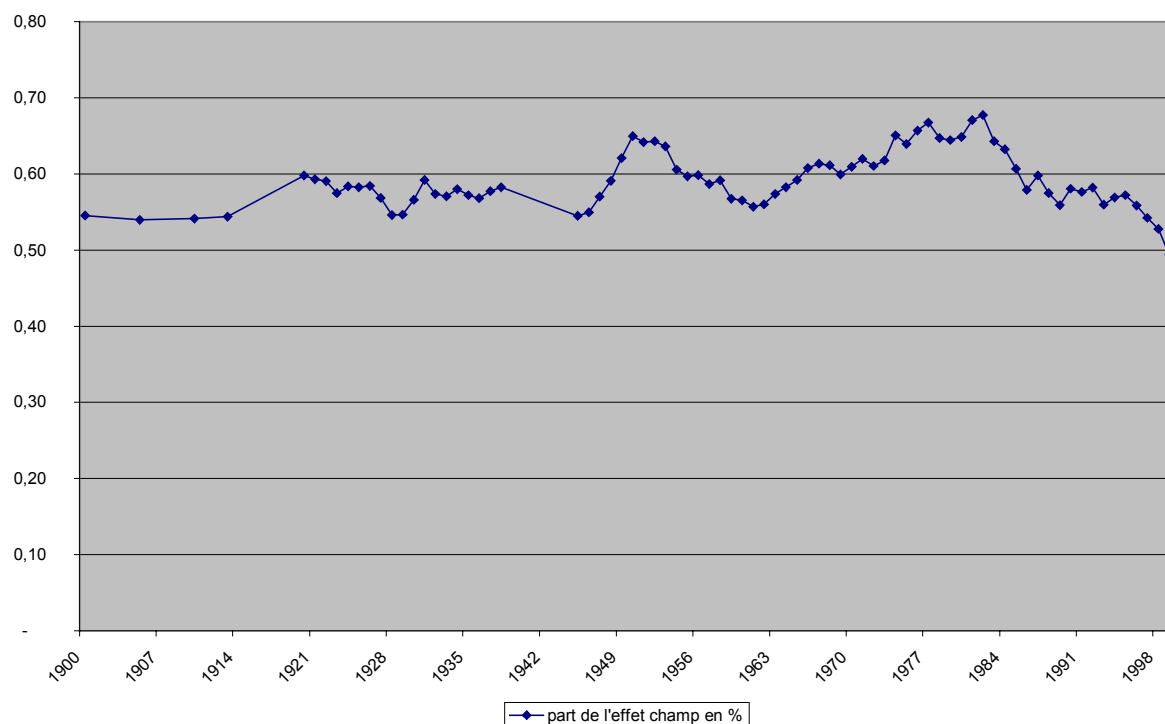
L'effet de valorisation qui apparaît par ce graphique rend toute sa valeur à la bulle de la fin des années 1990, qui un sommet séculaire dans le prix des actions. La valorisation excessive à la veille du krach de 1929 ne semble même pas remarquable en comparaison de l'après-guerre. Ce qui est plus surprenant et qui demanderait des approfondissements conséquents est la point des années 1961-1962. Sans la série correspondante de PER, on hésite toujours à voir dans les modifications de ce ratio un effet de la politique de dividendes ou un effet réel de sur-valorisation des actions.

Reste maintenant à déterminer la part de l'effet champ et celle de l'effet valorisation dans l'évolution de la capitalisation boursière.

4.4.2. Distinguer l'effet champ de l'effet valorisation.

Il est difficile de présenter une quantification précise de la part de l'effet champ et de l'effet valorisation. L'économiste voudrait idéalement obtenir une statistique lui donnant la part de la variation du champ expliquant la variation de la capitalisation boursière, le reste étant laissé à un effet de valorisation. Nous proposons une première approche avec l'équation comptable (en log) présentée plus haut : $v/y = d/y + v/d$

Il s'agit simplement de l'égalité en log entre le ratio de la capitalisation boursière au PIB et la somme du ratio dividendes sur PIB et du ratio cours-dividendes. La part que l'on attribue à l'effet champ sera la part de d/y dans le total.



Graphique 17: Evolution de la part de l'effet champ

La part ainsi représentée de l'effet champ, n'est pas l'évolution du champ que nous avons mis en évidence plus haut par le ratio entre les dividendes des sociétés cotées et le PIB, mais la part de la variation du ratio de la capitalisation boursière au PIB que l'on peut attribuer à un changement de champ. On distingue nettement les baisses de cette part pendant les périodes de bulle ou d'augmentation forte de la valorisation, à la fin des années 1920 ou à la fin du siècle de façon plus prononcée encore. Les nationalisations de 1945 sont aussi très nettement repérables avec l'augmentation de l'effet champ qui explique alors plus de 65 % de la variation du ratio de la capitalisation au PIB. Il est particulièrement intéressant de constater que les années 1960 et 1970 mettent en évidence une augmentation de l'effet champ signe que la baisse de la capitalisation n'est pas due uniquement à la baisse des cours boursiers. Il y a eu à cette période une baisse progressive de la part de l'économie cotée.

SECTION 5 : PERSPECTIVES

Cette section vise à donner des pistes explicatives à l'évolution de la capitalisation boursière, pistes que nous n'avons pas approfondies autant qu'il faudrait. Nous allons répartir ces différentes explications possibles entre celles déterminants l'effet de valorisation et celles déterminants l'effet de champ.

5.1. Les déterminants de l'effet valorisation

5.1.1. L'évolution du taux de profit et la distribution des dividendes

On a vu que ce qui détermine de façon générale la capitalisation boursière, ce sont les profits anticipés. Donc le taux de profit va être une variable clé pour expliquer les évolutions générales de la capitalisation boursière, une fois mise de côté la variable de la part de l'économie cotée.

En particulier dans les années 1970, on constate que la part du capital dans la valeur ajoutée diminue nettement, en raison d'une baisse de la part des profits réalisés par les entreprises. Cette donnée économique des années 1970 est commune à la plupart des pays industrialisés et on constate partout une baisse similaire des cours boursiers et de la capitalisation boursière.

Nous ne disposons malheureusement pas de la série séculaire des PER qui pourrait nous informer mieux sur l'action réelle de l'évolution des bénéfices des sociétés cotées sur le prix des actions. Un simple regard au graphique 15 suffit pour convaincre le lecteur qu'un ratio du prix des actions aux bénéfices réalisés n'est pas une force de rappel immédiat : Si l'on considère la baisse récente comme un retour à un rapport conforme à la moyenne des trois dernières décennies, alors ce ratio est resté anormalement élevé entre 1993 et 2000 sans que ni l'augmentation des bénéfices, ni la baisse du prix des actions, ne permettent de retrouver un ratio proche de la moyenne séculaire.

Si les bénéfices sont l'élément central de la détermination de la valorisation des actions, la politique de distribution de dividende est aussi très importante et la question de la part de l'autofinancement donne à plus ou moins long terme une indication de la valorisation générale des actions.

Pour ces deux moteurs de la valorisation, la dernière décennie du siècle est un cas à part puisque jusqu'à la baisse de 2002, aucun de ces ratios cours-dividendes et cours-bénéfices n'ont été de bons déterminants de la valorisation. Comme Campbell et Shiller (2001) le faisaient remarquer, si la théorie du retour à la moyenne est vérifiée, alors il faut que le

dénominateur ou le numérateur de ces ratios évolue. Historiquement, analysent les deux auteurs américains, c'est le numérateur, les cours boursiers, qui ont ramené les ratios vers leur moyenne. L'actualité boursière récente semble confirmer cette analyse et la prévision d'une forte baisse des cours boursiers.

Il n'est pas dans les rôles de l'économiste de jouer les devins sur l'évolution future des cours boursiers, mais le lecteur ne manquera pas d'être intéressé par une évaluation possible du niveau de valorisation actuel. A la fin juin 2002, le PER a atteint son point bas de la décennie aux alentours de 13. La moyenne des trois décennies du ratio est aux environs de 16, tandis que la moyenne des décennies 1970 et 1980 est vers 11. Ces données devraient être comparées avec une statistique avec lissage par moyenne mobile et surtout, il faudrait obtenir ce ratio pour les années précédentes, mais l'impression d'un retour à la moyenne dans les derniers mois semble confirmé. On ne peut donc pas parler de krach boursier pour ce qui ressemble, en contemplant les séries historiques, à une simple correction.

5.1.2. La fiscalité

La fiscalité a un double effet sur la valorisation des cours de bourse. L'impôt sur les bénéfices détermine les bénéfices nets et la taxation personnelle sur les dividendes joue sur le rendement réel des actions. De très nombreux auteurs ont consacré des travaux à l'impact de la fiscalité sur les cours de bourse, entre autres Hamon et Jacquillat (1992) pour la micro-structure du marché boursier de Paris ou P.C. Hautcoeur (1994) dans une perspective historique de la cote officielle. Nous n'allons pas tenter de quantifier précisément l'impact des différentes fiscalités sur les cours boursiers, mais simplement de donner un aperçu historique des grandes phases de la fiscalité des actions au XX^e siècle, qui peuvent servir de fil conducteur à la compréhension de l'évolution séculaire. Nous écartons la considération de l'impôt sur les sociétés⁵³ comme le seul ratio dont nous disposons pour le siècle ne prend en compte que les dividendes distribués⁵⁴.

Pour résumer, il faut distinguer trois grandes phases du siècle : un avant 1914 où les dividendes sont taxés par l'Impôt sur le Revenu des Valeurs Mobilières (IRVM), institué en 1872, à des taux très faibles. Puis ces revenus entrent dans le cadre général de l'impôt sur le revenu. Très vite, les revenus du capital vont être exonérés du cadre général à l'exception justement des dividendes. Enfin, il faudra considérer la période la plus intéressante à ce titre,

⁵³ Rappelons simplement au lecteur que l'impôt sur les sociétés est passé de 50 % à 33 % de 1985 à 1992.

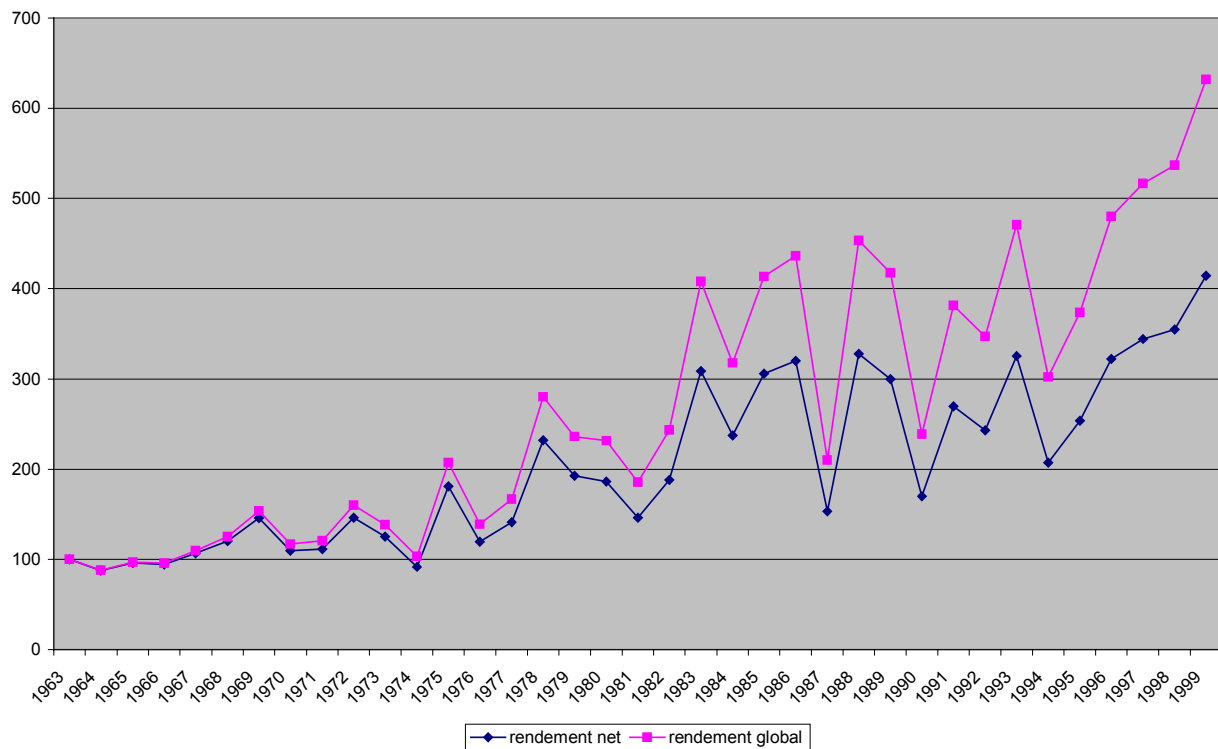
⁵⁴ Théoriquement, même les dividendes distribués peuvent réagir à une hausse ou une baisse de l'impôt sur les sociétés, mais nous allons nous concentrer sur les impôts personnels.

le dernier quart de siècle, où quantité de soutiens fiscaux aux porteurs d'action ont été mis en place.

Nous renvoyons le lecteur à la description exacte de la législation fiscale concernant les dividendes que l'on trouve chez Piketty (2001)⁵⁵ pour présenter plus en détail les innovations fiscales qui commencent par la loi Monory du 13 juillet 1978. Cette loi met en place des SICAV non imposables, pourvu que les actions de ces fonds communs de placement soient essentiellement françaises. Elle est complétée par les lois des 3 janvier 1983 et 8 juillet 1984. La première crée les fonds communs de placement et la seconde détermine les modalités de l'exonération fiscale (au moins 40 % en titres émis à l'occasion d'augmentation de capital en numéraire et détention de 5 ans minimum). Des décrets⁵⁶ complètent ce dispositif en favorisant la participation des salariés avec des exonérations fiscales, la suppression des droits d'enregistrement et la déduction de l'impôt sur le revenu des intérêts des emprunts réalisés pour l'achat des actions. Finalement, la loi du 16 juillet 1992 crée le Plan d'Epargne en Action (PEA) qui est non imposable dès lors que détenu plus de 5 ans et s'il est composé d'actions françaises et européennes. Mais il faut rappeler la mesure, peut-être la plus importante, même si plus ancienne, la constitution en 1959 de l'avoir fiscal. Initialement d'un montant de 5 %, puis augmenté par la loi du 12 juillet 1965 à 50 %, ce mécanisme conduit à un reversement par l'Etat aux porteurs d'action au titre de l'imposition des dividendes par l'impôt sur les sociétés. Selon les concepteurs de la loi, ce versement de l'Etat évite la double imposition des dividendes. En pratique, il rehausse le rendement réel des actions du montant de l'avoir fiscal, soit dans une logique de portefeuille, avec réinvestissement des coupons une différence considérable.

⁵⁵ Piketty (2001), pp. 327-334

⁵⁶ En particulier le décret du 28 septembre 1984.



Graphique 18 : Evolution d'un portefeuille d'action françaises avec réinvestissement des coupons selon la prise en compte ou non de l'avoir fiscal

Un épargnant avec 100 FF investi en 1963 dans un portefeuille d'actions françaises diversifiées se trouverait en 1999 avec 415 FF si l'avoir fiscal n'avait pas été mis en place et avec 632 FF avoir fiscal compris⁵⁷, soit une augmentation de près du double de la mise de départ.

Le train de mesure évoqué plus haut conduit T. Piketty (2001) à faire le constat qu'à la fin du siècle, seuls les dividendes des actions détenues directement (hors PEA) sont encore soumis à l'impôt sur le revenu, l'économiste précise ainsi l'évolution séculaire : « les dividendes sont passés d'un régime de triple imposition à un régime d'imposition unique ».

5.2. Les déterminants de l'effet champs

5.1.1. Les nationalisations et les privatisations

Une des explications possibles de l'évolution du ratio de la capitalisation boursière au PIB consiste dans le changement du champ couvert par les sociétés cotées. Ce champ peut varier fortement à la suite de politiques de nationalisation ou de privatisation, que la France a connu tout au long du siècle dans une ampleur méconnue ailleurs.

Ainsi, on est en droit de se demander si les nationalisations de 1945 expliquent la forte baisse du ratio entre 1945 et 1950, dates auxquelles elles ont eu progressivement lieu, comme si le plancher séculaire atteint en 1982 est la résultante des nationalisations de 1981. Ces baisses sont aussi fortement sensibles dans les indicateurs du champ couvert par la capitalisation boursière (graphiques 11 et 14).

a) Les nationalisations de 1945

Les nationalisations des années 1944-50 ont concerné les banques, les assurances, le gaz, l'électricité, les houillères et certaines industries à titre de sanction pour collaboration (Renault, Gnome et Rhône, création d'Air France).

La part boursière des sociétés nationalisées est loin d'être négligeable. Il est difficile d'établir le montant exact de la capitalisation qui disparaît par les nationalisations du fait des procédures complexes d'indemnisation des actionnaires : on a parfois confisqué aux actionnaires collaborateurs leurs parts, parfois indemnisé les actionnaires en leur donnant des obligations, parfois en leur donnant des titres d'autres sociétés, parfois en leur donnant des actions à part bénéficiaire, sans droit de vote, qui sont assimilables à des obligations.

Ce qui est important de préciser c'est la nature des titres versés pour indemniser les actionnaires. Ainsi, pour la Banque de France et la Banque d'Algérie, les actionnaires ont reçu en échange de leurs actions des obligations du Trésor, tandis que pour les établissements de crédit et les assurances, les actionnaires ont reçu des « parts bénéficiaires ». Cette catégorie d'actions, définie par la loi du 23 janvier 1929, n'avait pas de droit de vote, mais donnait lieu à des versements très largement supérieurs de dividendes. Or les « parts bénéficiaires » donnés au cours des nationalisations de 1944-46 présentent, selon un communiqué du Ministère des Finances « le caractère juridique des obligations »⁵⁸. Les données de capitalisation boursière que propose l'INSEE reflètent l'incertitude sur la valeur que l'Etat allait donner à ces titres ; classés d'abord avec les actions, ils ont progressivement été supprimés de la statistique. En

⁵⁷ Ce calcul est réalisé en nominal, sans prendre en compte l'inflation.

1938, les actions des sociétés nationalisées représentaient 36 % des valeurs métropolitaines admises à la cote des agents de change de Paris et à celle des courtiers en valeurs mobilières. Pour le secteur des banques, on estime à 53 % de la capitalisation du secteur bancaire de la cote officielle de la bourse de Paris à la date du 31 décembre 1943⁵⁹.

Obligations ou parts bénéficiaires indemnitaires	Valeur nominale des titres créés (millions de francs)
Obligations Banque de France	5.372
Obligations Banque d'Algérie	1.000
Parts bénéficiaires banques	11.449
Parts bénéficiaires assurances	5.592
Obligations Charbonnages de France	43.470
Obligations EDF-GDF	96.350
Obligations Electricité et Gaz d'Algérie	7.317
TOTAL	170.550

Tableau 2: Valeur nominale des titres créés pour indemniser les actionnaires des nationalisations de 1944-46 – d'après Moreau-Néret (1957)

Le total des valeurs nominales des titres émis pour indemniser les actionnaires des entreprises nationalisées, 170 milliards, correspond à 40 % de la capitalisation boursière de 1945 et 22 % de celle de 1950 : un bon tiers de la capitalisation boursière française d'actions a donc été nationalisé au cours de cette période. C'est ce qui explique sans aucun doute possible le passage du ratio des dividendes des sociétés cotées au PIB de 1,2 % en 1938 à 0,3 % en 1945.

b) Les nationalisations de 1981

Le gouvernement socialiste élu en 1981 met en place en 1981-1982 un certain nombre de privatisations : 39 banques, 2 groupes financiers, 7 groupes industriels sont concernés. *L'Année boursière* 1981 relate de façon très intéressante la panique qu'a suscité pour la bourse française l'arrivée à l'élection présidentielle de F. Mitterrand. Les marchés ont dû cesser les cotations pendant quelques jours tant les ordres de ventes arrivaient à la Chambre des Agents de Change. Les entreprises nationalisables dans le programme du nouveau gouvernement ont vu leurs cours chuter fortement avant que leur cotation ne soit interrompue. Une étude historique et sociologique de la place de la bourse dans la société française mériterait d'être menée et devrait s'attacher à souligner le trouble du monde boursier en 1981,

⁵⁸ Moreau-Néret (1957), p 188

⁵⁹ Moreau-Néret (1957), p 221 et p 183.

qui peut surprendre un lecteur plus jeune, habitué à 15 ans de croissance boursière sous des gouvernements socialistes ou apparentés.

Pour mesurer l'impact de ces nationalisations sur les capitalisations boursières, on ne dispose pour l'instant de peu de données exactes, de type boursier. On sait qu'il en coûta à l'Etat 43 milliards de francs d'indemnisation des actionnaires, soit 17 % de la capitalisation boursière de la fin 1980. On peut sans crainte d'erreurs affirmer que la baisse du ratio de capitalisation boursière au PIB en 1981 et 1982 est là entièrement due aux nationalisations. A la fin 1982, la capitalisation boursière atteint 206 milliards, soit une baisse correspond à l'amputation des nationalisations et de la baisse des cours engendrés.

Mais s'il est aussi important de lire les commentaires des agents de change dans *L'Année boursière*, c'est que s'ils reconnaissent le traumatisme des nationalisations, ils soulignent un dynamisme du marché boursier, avec les innovations qui commencent à être mises en place sur de nouveaux titres.

c) *Les privatisations de 1986, 1993-1997*

Le gouvernement de droite qui arrive au pouvoir après les élections de 1986 met rapidement en place un programme de privatisations visant à la fois à défaire ce qui avait été fait en 1981, mais aussi à envisager la privatisation de sociétés publiques depuis la Libération. Le gouvernement ne pourra aller jusqu'au bout de son programme en raison de la crise boursière de 1987, mais on compte 12 sociétés, 41 banques, 13 compagnies d'assurance dont le capital va être offert à la vente. Les commentaires de *L'Année boursière 1986* sont très intéressants pour saisir le climat de la bourse qui entoure cette période de privatisation. Elle est concomitante à la modernisation technique de la place de Paris, avec l'introduction de la cotation électronique, en continu et avec une série de réforme et de décloisonnement du marché boursier français. Le périodique de la SBF présente ainsi l'année écoulée : « « *Privatisation* » est le maître-mot de l'année 1986. Pour toute une série de raisons, qui tiennent à notre histoire politique, à nos ambitions économiques ou à de simples considérations boursières, la décision visant à restituer ou à céder au secteur privé des entreprises devenues publiques par la volonté le plus souvent, par le caprice quelque fois, de la puissance publique, parfois même encore par la carence de l'initiative privée, est un acte fondamental, dont la portée peut être mesurée, dans une première analyse, par la rupture qu'il marque avec le passé proche ou lointain ». ⁶⁰ Plus

⁶⁰ Année boursière 1986, p 8

loin, le rédacteur se fait plus lyrique : « *privatiser, c'est ouvrir le vent du grand large aux entreprises, aux entrepreneurs, aux épargnants* ».

Si l'état d'esprit des acteurs de la place boursière de Paris est important à prendre en compte pour expliquer un renouveau de la culture des actions avec les privatisations de 1986, reste à en mesurer la part exacte. Aussi bien les ratios des dividendes des sociétés cotées rapportés au PIB ou à la masse totale des dividendes remontent pendant la période des privatisations. A la fin 1987, les privatisations représentent 75 milliards de francs pour la bourse de Paris et 1,2 pour les bourses de province, soit 7 % de la capitalisation boursière. Les privatisations reprennent en 1993 après le statut-quo de 1988 avec la BNP, Rhône-Poulenc, Elf-Aquitaine, l'UAP, la SEITA, Usinor-Sacilor, le Crédit Local de France, Pechiney, les AGF et la Compagnie Générale Maritime.

	Montant du produit des privatisations (en millions de dollars)	Pourcentage de la capitalisation boursière
1990	0	0
1991	0	0
1992	0	0
1993	12160	2,97
1994	5479	1,49
1995	4136	1,11
1996	3096	0,66
1997	10105	1,63
1998	13596	0,61
1999	9478	0,63
2000	17438	1,13
2001	429	0,03

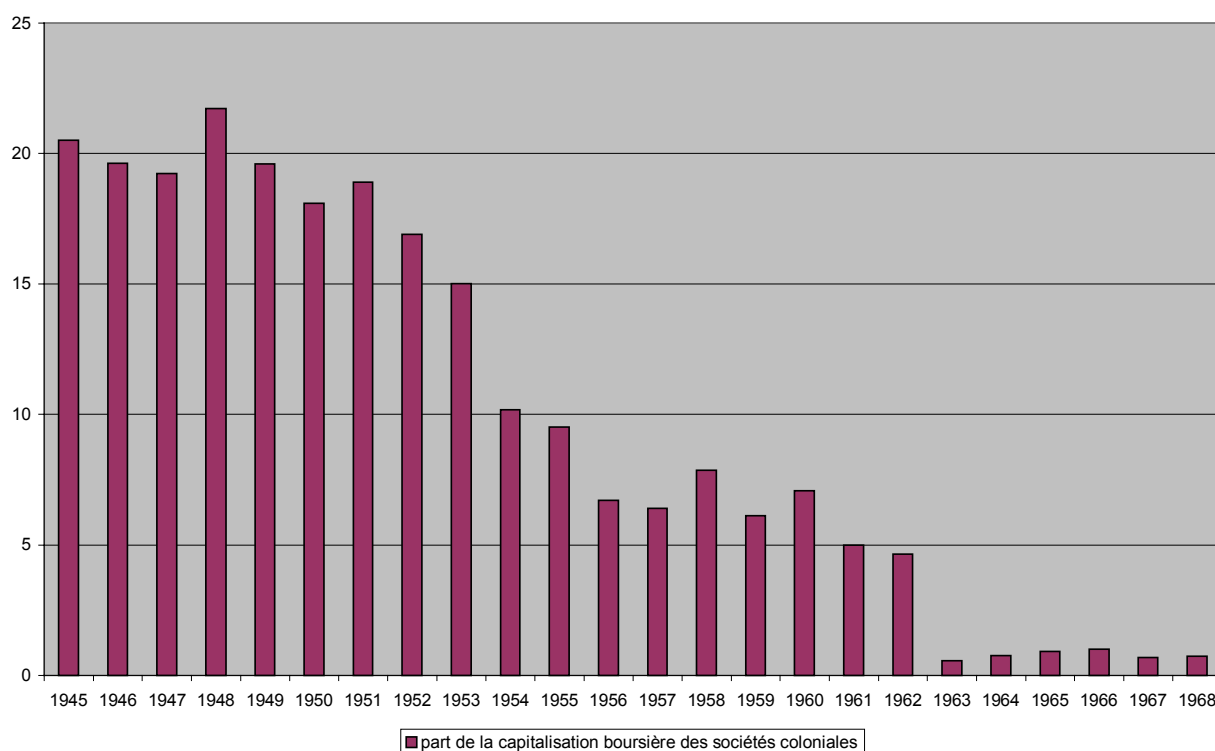
Tableau 3: Part des privatisations récentes sur la capitalisation boursière - sources "Recent Trend in privatization", 2001, OCDE

La tendance à l'augmentation du champ à partir de 1993 que l'on a constaté précédemment est sans aucun doute possible à relier en partie aux privatisations entreprises au cours de la dernière décennie. La part que représentent ces privatisations est peut-être faible par rapport à la capitalisation mais elles ont contribué progressivement à représenter une part très importante de ce qui est dû à l'augmentation du champ couvert par la capitalisation boursière.

5.2.2. Le cas des sociétés coloniales

Il existe une question concernant le champ couvert par la capitalisation boursière, que nous avons peu abordé, mais qui est d'importance majeure pour effectuer une bonne comparaison sur le siècle : celle de la couverture territoriale et de la définition des « actions françaises ». Pendant la majeure partie du siècle, jusqu'en 1963 exactement, les actions de sociétés coloniales sont classées au même titre que les sociétés hexagonales dans la catégorie actions françaises. A partir de 1963, quand l'essentiel de la décolonisation a été effectuée, la Compagnie des Agents de Change décide de séparer les actions des sociétés ayant leur siège social dans les anciennes colonies françaises et de les placer dans un nouveau compartiment, celui des « valeurs de la zone franc »⁶¹.

Pour évaluer l'impact de ce changement de champ, on dispose de peu d'informations précises, puisqu'il faudrait essentiellement classer les sociétés avant 1962, selon qu'elles ont leur siège en métropole ou dans d'anciennes colonies. C'est ce qu'a fait l'INSEE pour les années 1945 à 1959.⁶²



Graphique 19 : Part de la capitalisation boursière totale représentée par des sociétés exerçant outre-mer à la bourse de Paris selon l'INSEE (1945-1969)

⁶¹ La liste des pays concernés par ce compartiment est précisé dans l'annexe G.

⁶² Voir tableau A-8 en annexe.

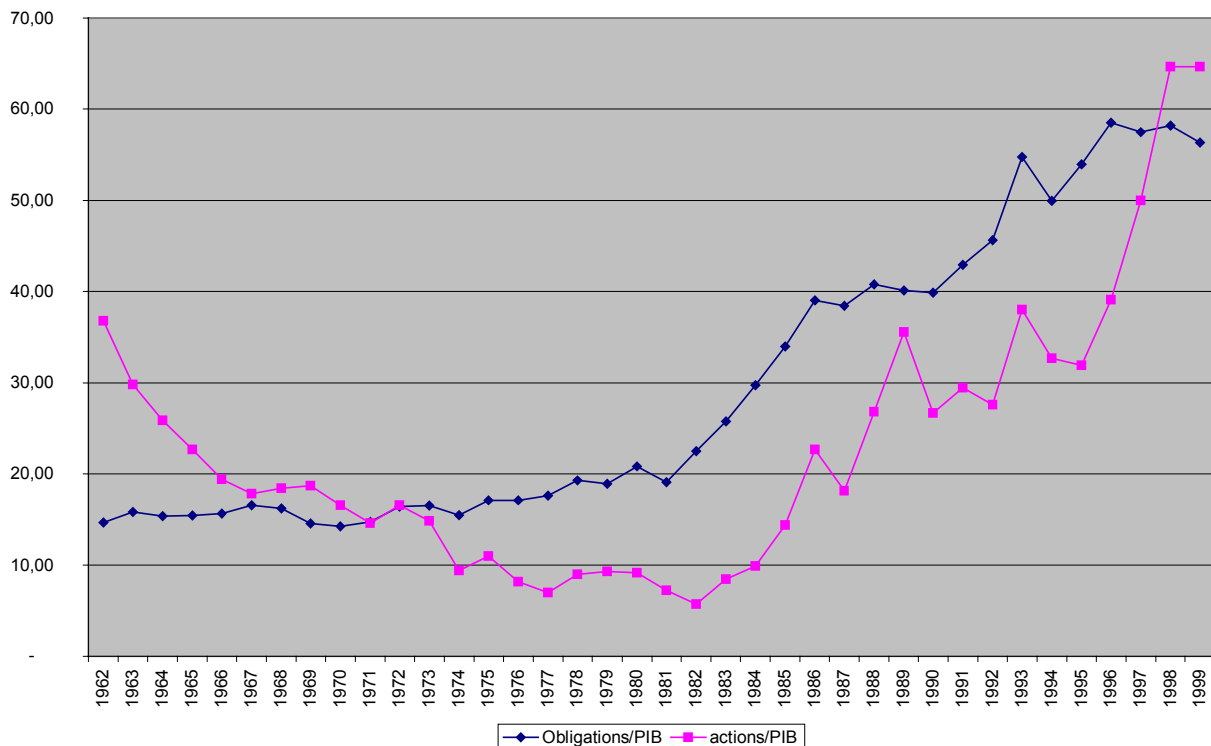
On constate la disparition effective de sociétés coloniales cotées avant à Paris, mais cela ne signifie pas forcément la diminution de la capitalisation boursière par ce mécanisme : on peut ainsi assister au rapatriement de capitaux ou plus simplement au passage de sociétés ayant leur siège précédemment dans les colonies qui se « délocalisent » en France à l'indépendance. Seulement dans des cas bien particuliers, il y a perte de la valeur pour les actions françaises par annexion et expropriation des entreprises – dans le cas algérien, certains colons ont effectivement perdu des sociétés sans véritablement trouver compensation, mais nous ignorons exactement l'ampleur de ce phénomène et si il peut être responsable de la forte baisse du ratio de capitalisation boursière en 1962.

Nous n'avons pas non plus établi de statistique précise sur la part des sociétés coloniales dans la capitalisation boursière d'avant 1914. Cette part est non négligeable et il est possible que l'impression d'un très fort marché boursier avant 1914 soit en partie dû à un capitalisme colonial qui s'appuie fortement sur un financement boursier.

5.2.3. L'arbitrage avec les obligations

Une autre piste d'explication à la baisse inexplicée des années 1962 et suivantes est l'arbitrage que les investisseurs réalisent entre les valeurs à revenu fixe et les valeurs à revenu variable. On a vu plus haut que l'évolution de la fiscalité a eu tendance à progressivement exonérer les obligations, en particulier celles de l'Etat⁶³ et il est possible que la baisse des cours et du champ pendant cette période sont à mettre sur le compte d'un phénomène d'arbitrage.

⁶³ La rente, les obligations d'Etat ou les bons de la défense nationale ont été tout au long du XIX^e siècle et du XX^e siècle exonérés pour tout ou partie du cadre de général de l'IRVM puis de l'impôt sur le revenu.



Graphique 20 : Evolutions des ratios de capitalisation action et obligations au PIB 1962-1999

Le graphique 20 donne peu de corps à cette explication. Si le ratio de la capitalisation au PIB baisse depuis 1962, jusqu'au plancher de 1982, le ratio équivalent des obligations reste stable sans apparaître en rien comme compensateur de l'évolution des actions.

5.2.4. La question juridique

Si notre étude met à mal la thèse d'un déterminisme légal au développement financier, l'importance de la question juridique n'est pourtant pas écartée. Etudier l'évolution des critères de protection juridique qu'ont définis La Porta et al. sur le siècle serait à cet égard très instructif pour jauger de l'impact de diverses mesures légales. Nous nous sommes reposés que ponctuellement sur l'évolution juridique des actions, mais nos lectures nous ont convaincus que des dispositions légales sur la responsabilité que prennent les actionnaires jouent un rôle non négligeable. Cela n'a rien à voir avec le déterminisme d'un système légal, mais repousser cette thèse n'écarte pas pour autant le facteur juridique dans les déterminants du marché financier – tout au moins la composante fiscale est essentielle.

5.2.5. Les retraites et les assurances

Les différents articles que nous avons étudiés cherchent finalement à expliquer une différence de fond entre la part de l'économie cotée dans les pays de tradition anglo-saxonne et les autres pays. Une façon simple d'expliquer ces ratios serait de prendre en compte les institutions qui gèrent les systèmes de retraite de l'assurance santé. Si la France consacre environ 20 % du PIB⁶⁴ aux administrations de sécurités sociales, tandis que les Etats-Unis consacrent un montant similaire à l'alimentation de fonds de pension et assurances cotées en bourse, il n'est guère étonnant à ce que les comparaisons entre les Etats-Unis et la France correspondent à 20 % du PIB, comme c'est le cas – à l'exception des années 60 où l'écart se creuse. La comparaison ainsi présentée est sûrement caricaturale, car la France offre à la fois une large palette d'assurances privées et de fonds de pension de retraite, et les Etats-Unis ne sont pas dénués de retraite par répartition et d'assurances publiques. Néanmoins, il existe là une différence fondamentale de système institutionnel dont la traduction se fait par une différence de la part de l'économie qui peut être cotée à la bourse. Les mutuelles françaises gèrent des sommes considérables et il n'est pas dans leur nature de viser à l'introduction en bourse, tandis que les assurances privées y ont naturellement recours. Nous n'avons pas pour étayer notre argument de statistique précise sur la part que prend cette donnée dans l'évolution du champ couvert en France par le marché boursier, mais nous sommes convaincus que celle-ci est considérable. Les contemporains voyaient dans le changement en 1945 du système de retraite une des raisons de la désaffection des épargnants du marché boursier⁶⁵ et il ne serait pas inconcevable que la part très importante du marché boursier dans l'économie d'avant 1914 que nous avons pu constater soit due à l'absence totale du moindre système de retraite publique.

5.3. L'ébauche d'une étude sectorielle

La lecture des cotes officielles de la bourse de Paris avant 1914 donne l'impression que l'économie française utilisait plus facilement le marché boursier par les noms des sociétés qui semblent plus artisanales qu'aujourd'hui. On trouve ainsi des blanchisseries, des musées, les casinos ou les établissements thermales. Mais ces impressions sont peut-être trompeuses. Les plus petites capitalisation de la Cote Officielle en 1913 sont celles de la Cie agricole de la Crau avec 8000 Francs, ou un théâtre avec 54000 Francs.

⁶⁴ En 1998, la part des prélèvements obligatoires consacrés aux administrations de sécurité sociale s'élevait à 20,6 % du PIB – Bourguignon F. et Bureau D. CAE rapport n° 17.

Ce qui transparaît par contre de la simple lecture sont les caractéristiques suivantes :

- Local : Les sociétés cotées ont un caractère très régional qui correspond à l'unité encore imparfaite de l'économie française
- Dispersion : Elles sont très éparses : on compte 50 sociétés de chemin de fer, 50 sociétés d'électricités, plus tard des dizaines de constructeurs automobiles...
- Colonial : capitalisme boursier et colonial font bon ménage avec une importance nette au financement des sociétés d'exploitation du sous-sol ou des matières premières
- Expansion des secteurs suivant l'expansion technologique

Nous n'avons pas procédé à une analyse exhaustive des secteurs cotés à la bourse. Cette étude serait passionnante et précieuse – on pense en particulier au secteur colonial, ou à celui des assurances – pour préciser les facteurs d'évolution de la capitalisation boursière. Pour l'effectuer, il est nécessaire de classer toutes les entreprises cotées du siècle suivant une typologie sectorielle qui soit uniforme sur le siècle. Si l'on suit les classements officiels des compartiments de la bourse de Paris, ceux-ci changent avec l'évolution technologique et la façon de classer une société évolue. Nous n'avons pas effectué ce long travail de classement qui nécessiterait la consultation exhaustive des annuaires pour déterminer précisément la catégorie dans laquelle rentre chaque société. Nous avons simplement effectué ce travail pour comparer les années 1913 et 2002. Le siècle voit la disparition des chemins de fer, qui représentaient en 1913 près de 20 % de la capitalisation boursière, des canaux (8 %) et des mines (14 %). Ils sont remplacés par le pétrole (11 %) et par l'apparition de nombreux produits de consommation, notamment de la pharmacie (7 %). Le secteur des assurances semble plutôt avoir pris une part plus importante, (de 2 à 5 %) ce qui écarte à première vue notre explication en terme d'assurance, à moins que la baisse de la part des banques cotées (de 23 % à moins de 13 %) laisse entendre que la gestion des retraites demandait une activité bancaire plus importante.

L'essentiel du travail sur une étude sectorielle de la capitalisation boursière reste pourtant à faire pour le XX^e siècle français.

⁶⁵ Olivier Moreau-Neret (1953) y voit la cause principale du dépérissement du marché boursier français de l'après guerre.

CONCLUSION

Notre étude contribue à réfuter nettement la théorie d'un déterminisme légal au développement boursier, tant l'évolution de la capitalisation boursière en France se caractérise par une activité très intense du marché par action avant 1914. Les travaux de Rajan et Zinagales (2001) sont donc confirmés dans leur méfiance vis-à-vis de l'explication déterministe de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1997). Néanmoins, la vision en courbe en U des deux premiers auteurs, d'un développement boursier suivant l'évolution de l'ouverture de l'économie aux échanges internationaux est quelque peu mise à mal par nos données, dont l'évolution est plus constante, jalonnée par les guerres, la décolonisation, les alternances de nationalisations et de privatisations.

Nous avons établi, en plus d'une série de capitalisation boursière, une première tentative d'estimation du volume de transaction boursière sur le siècle, ainsi qu'une série d'un « price-dividend ratio », rapport des cours boursiers aux dividendes versés. A l'aide de ces différents ratios, nous avons pu dégager un effet champ et un effet valorisation. L'effet champ explique une bonne part de l'évolution de la capitalisation boursière jusqu'à la fin du siècle, où l'effet valorisation domine dans l'explication de l'explosion de la capitalisation boursière. La part de l'économie cotée ne semble pas avoir considérablement augmenté pendant cette période de bulle spéculative comme on aurait pu le croire. La valorisation actuelle, après la baisse de l'été 2002, semble avoir ramené les ratios à des valeurs moyennes, ou légèrement supérieures à la moyenne.

Si pendant le siècle, l'évolution du champ couvert est la partie explicative essentielle à la capitalisation boursière, ce facteur est déterminé en premier lieu par les politiques successives de privatisations et de nationalisations qui ont ponctué l'histoire du XX^e siècle français, comme symbole de la méfiance ou de la confiance dans les marchés boursiers. Autre symbole de cette confiance ou crainte est l'utilisation pour le système de retraite des marchés financiers. Cette donnée joue un rôle considérable dans l'explication de l'évolution du champ couvert par la bourse dans l'économie, mais est aussi le reflet de la perception diffuse du marché boursier par les épargnants français.

Cette étude, loin de présenter un panorama complet et exhaustif du marché boursier français au XX^e siècle ouvre de nombreuses perspectives d'études, sectorielles, sur la concentration de l'actionnariat, sur une série de PER ou sur la part du système de retraite dans l'évolution du marché boursier, qui donneront, une fois achevée la fastidieuse collecte des données boursières, des indications précieuses sur l'évolution de la bourse en France et des déterminants du développement financier.

Annexe A : Données sur la capitalisation boursière des actions françaises

Tableau A-1 : Série de capitalisation boursière proposée par l'auteur

	(1) Cote Officielle	(2) Total saisi	(3) part de la CO	(4) TOTAL	(5) PIB marchand	(6) PIB total	(7) % PIB m	(8) % PIB total
1900	12.81	18.8	0.68	18.84	36.1	36.1	52.2	52.2
1901	13.43		0.69	19.46	34.2	34.2	57.0	57.0
1902	14.05		0.70	20.07	34.3	34.3	58.5	58.5
1903	14.67		0.71	20.66	35.9	35.9	57.5	57.5
1904	15.29		0.72	21.23	36.9	36.9	57.6	57.6
1905	15.91		0.73	21.79	38.0	38.0	57.3	57.3
1906	16.43		0.74	22.21	38.4	38.4	57.9	57.9
1907	16.96		0.75	22.61	41.9	41.9	54.0	54.0
1908	17.48		0.76	23.00	41.2	41.2	55.9	55.9
1909	18.01		0.77	23.39	43.0	43.0	54.4	54.4
1910	18.53		0.78	23.76	42.2	42.2	56.3	56.3
1911	19.69		0.79	24.92	46.1	46.1	54.1	54.1
1912	20.84		0.80	26.05	51.2	51.2	50.9	50.9
1913	22.00	27.4	0.80	27.50	50.8	50.8	54.1	54.1
1920	23.46		0.80	29.32	159.5	159.5	18.4	18.4
1921	24.17		0.81	30.02	128.6	128.6	23.3	23.3
1922	32.08		0.81	39.60	159.9	159.9	24.8	24.8
1923	46.91		0.82	57.56	189.8	189.8	30.3	30.3
1924	50.80		0.82	61.95	241.8	241.8	25.6	25.6
1925	60.84		0.83	73.75	265.8	265.8	27.7	27.7
1926	72.49		0.83	87.34	330.6	330.6	26.4	26.4
1927	99.45		0.84	118.39	342.5	342.5	34.6	34.6
1928	145.55		0.84	173.27	356.1	356.1	48.7	48.7
1929	160.21	190.3	0.84	190.72	400.2	400.2	47.7	47.7
1930	117.61		0.84	140.01	392.2	392.2	35.7	35.7
1931	74.85		0.84	89.11	365.6	365.6	24.4	24.4
1932	91.88		0.84	109.38	316.5	316.5	34.6	34.6
1933	89.40		0.84	106.43	312.8	312.8	34.0	34.0
1934	73.66		0.84	87.68	297.3	297.3	29.5	29.5
1935	77.64		0.84	92.43	280.1	280.1	33.0	33.0
1936	86.02		0.84	102.40	281.4	281.4	36.4	36.4
1937	83.97		0.84	99.96	349.3	349.3	28.6	28.6
1938	95.93	114.5	0.84	114.20	395.8	395.8	28.9	28.9
1945	405.48	425	0.95	426.82	1102.3	1102.3	38.7	38.7
1946	703.52		0.95	740.55	2437.5	2437.5	30.4	30.4
1947	738.44		0.95	777.30	3635.4	3635.4	21.4	21.4
1948	911.42		0.95	959.38	6556.1	6556.1	14.6	14.6
1949	829.70		0.95	873.37	8100.6	8491.8	10.8	10.3
1950	711.70		0.95	749.16	7708.3	9956.8	9.7	7.5
1951	1,091.90		0.95	1,149.37	9017.4	12525.1	12.7	9.2
1952	1,245.00		0.95	1,310.53	11338	14605.5	11.6	9.0
1953	1,525.40		0.95	1,605.68	13195.7	15103.0	12.2	10.6
1954	2,689.40		0.95	2,830.95	13601.3	15995.0	20.8	17.7
1955	3,021.20		0.95	3,180.21	14375.8	17139.4	22.1	18.6
1956	3,415.20		0.95	3,594.95	15448.1	18880.2	23.3	19.0
1957	4,647.40		0.95	4,892.00	16922.4	21271.7	28.9	23.0
1958	5,049.70		0.95	5,315.47	19086.6	24567.9	27.8	21.6
1959	7,929.90		0.95	8,347.26	22050.2	26722.8	37.9	31.2
1960	86.20		0.95	90.74	266.5	296.5	34.0	30.6
1961	107.10		0.96	112.15	290.1	323.5	38.7	34.7
1962	112.90		0.96	117.60	323.2	361.2	36.4	32.6
1963	102.50		0.97	106.22	361.6	404.9	29.4	26.2
1964	98.80	102.394663		102.39	401.8	449.2	25.5	22.8
1965	93.30	96.656069		96.66	433.2	483.5	22.3	20.0
1966	86.40	89.653796		89.65	469.7	523.4	19.1	17.1
1967	85.70	89.604162		89.60	507.4	565.4	17.7	15.8
1968	96.10	100.162607		100.16	547.4	614.5	18.3	16.3
1969	126.80	130.839		130.84	625.3	700.7	20.9	18.7
1970	127.50	131.37		131.37	697.9	793.5	18.8	16.6
1971	125.60	129.061		129.06	772.5	884.2	16.7	14.6
1972	156.50	163.676		163.68	862.7	987.9	19.0	16.6
1973	178.10	167.828		167.83	987	1129.8	17.0	14.9
1974	137.70	122.453		122.45	1129.8	1303.0	10.8	9.4

1975	133.10	161.403		161.40	1255.7	1467.9	12.9	11.0
1976	147.40	139.166		139.17	1448.9	1700.6	9.6	8.2
1977	127.30	133.727		133.73	1625.4	1917.8	8.2	7.0
1978	191.63	195.947		195.95	1843.3	2182.6	10.6	9.0
1979	226.69	230.27		230.27	2094.3	2481.1	11.0	9.3
1980	256.26	257.532		257.53	2360.1	2808.3	10.9	9.2
1981	224.66	227.761		227.76	2644.8	3164.8	8.6	7.2
1982	203.78	206.959		206.96	3012	3626.0	6.9	5.7
1983	327.80	338.792		338.79	3321.5	4006.5	10.2	8.5
1984	413.85	431.496		431.50	3611.4	4361.9	11.9	9.9
1985	649.61	675.308		675.31	3904.6	4700.1	17.3	14.4
1986	1,104.26	1150.3		1,150.30	4224	5069.3	27.2	22.7
1987	929.23	967.659		967.66	4462.7	5336.7	21.7	18.1
1988	1,483.74	1537.062		1,537.06	4821.5	5735.1	31.9	26.8
1989		2191.223		2,191.22	5198.3	6159.7	42.2	35.6
1990		1,737.6		1,737.57	5494	6509.5	31.6	26.7
1991		1,993.7		1,993.75	5699.4	6776.4	35.0	29.4
1992		1,931.6		1,931.58	5853.3	6999.5	33.0	27.6
1993		2,689.4		2,689.36	5865.7	7077.1	45.8	38.0
1994		2,412.5		2,412.45	6128.2	7389.7	39.4	32.6
1995		2,445.2		2,445.20	6342.1	7662.4	38.6	31.9
1996		3,078.1		3,078.15	6494.7	7871.7	47.4	39.1
1997		4,066.8		4,066.81	6724.5	8137.1	60.5	50.0
1998		5,538.6		5,538.63	7000.2	8566.2	79.1	64.7
1999		9,793.4		9,793.44	7224.2	8888.87331	135.6	110.2
2000		10,108.3		10,108.30	7498.7	9294.25473	134.8	108.8
2001		8652.07283		8,652.07	7633.7	9601.24261	113.3	90.1
2002		9012.84918		9,012.85	7664.2	9639.6	117.6	93.5

Sources:

(1): Evaluation de la cote officielle - L'auteur pour 1900, 1905, 1910, 1913;

PC Hautcoeur & M. Petit pour 1920-38 (données **provisoires** ESF - version 1 (2001)) - tous droits réservés

INSEE, Annuaire statistique pour 1945-88; à partir de 1945, les données INSEE prennent en compte la cote officielle et la cote des cou

(2): Evaluation de la capitalisation totale française par l'auteur pour 1900, 1913, 1929 et 1938 et 1945 (province, paris et coulisse)

On a en fait les données pour Lille, Paris et la coulisse, sans double cotation et on estime le reste de la province à partir des indications que l'on a sur Lyon et les autres places ; Euronext, Année boursière 1964-1999; site internet 2000-2002

(3) : Evaluation par l'auteur de la capitalisation totale en francs courants. On estime, approximativement, à partir des évaluations de 1900 et 1913, la part de la cote officielle à 79 % du total

pour les années 1920-1938, on suppose 81%, mais sans information précise pour l'heure

On a procédé par interpolation linéaire entre 1900 et 1905, 1905 et 1910 et 1913

Entre 1945 et 1954, l'INSEE donne à part les sociétés nationalisées. On a décidé de les inclure dans nos données, jusqu'à leur disparition effective. On réhausse le total pour évaluer la capitalisation boursière des places de province.

(4) : Part estimée d'après la saisie de la cote officielle dans le total de la capitalisation boursière françaises.

L'Evaluation du PIB pour 2002 correspond au tx de croissance de 0,4 % pour le premier trimestre 2002 d'après site internet de l'INSEE

La capitalisation boursière pour 2002 est celle de fin avril d'après le site internet d'Euronext-bourse de Paris

(5): PIB marchand, d'après Piketty, Les Hauts Revenus, Annexe G (d'après site internet)

(6): PIB total, même source que (4)

(7): (3)/(4)*100 - ratio de la capitalisation boursière au PIB marchand

(8): (3)/(5)*100 - ratio de la capitalisation boursière au PIB

ANNEXES

Annexe A : Données sur la capitalisation boursière des actions françaises

Cette annexe décrit les séries de capitalisation boursière que nous avons utilisées dans notre travail, avec en particulier le détail par place boursière et les estimations concurrentes que nous avons rencontrées. Le tableau A-1 offre la synthèse de ces évaluations et les tableaux suivants précisent les sources qui nous ont permis d'établir ces séries.

Annexe B : Dividendes associés aux capitalisations boursières

Cette section précise les données de dividendes et les ratios de dividendes au PIB, à la masse totale des dividendes, une estimation d'un ratio de prix-dividendes ainsi que nos évaluations de la part du champ couvert par la capitalisation boursière. Nous précisons là nos calculs et les données de comptabilité nationale qui nous ont permis de réaliser ces évaluations.

Annexe C : Nombre de sociétés cotées

L'annexe C donne des détails sur le nombre de sociétés cotées en France par place boursière et par marché et propose l'évaluation que nous avons effectuée du nombre de sociétés par actions total au début du siècle.

Annexe D : Autres indicateurs du marché boursier

Cette annexe réunit toutes les données complémentaires à la capitalisation boursière que nous avons utilisées dans notre étude, que ce soit les données sur le volume des transactions, l'évaluation que nous avons faite de ce volume avant 1940, les données sur la capitalisation boursière des obligations, les PER, les rendements des actions sur le siècle et les indices boursiers, ainsi que les différents ratios qui nous ont servi à construire les graphiques présentés dans le mémoire.

Annexe E : Données sur CD-rom du détail des données saisies

Cette annexe est à part, car non imprimée. Elle est disponible pour le lecteur sur simple demande à l'auteur sur fichier Excel, soit par disquette, soit par Internet (bozioantoine@hotmail.com). Il s'agit de la saisie brute de la cote officielle et de la coulisse au 31 décembre de quelques années (1900, 1905, 1910, 1913, 1920, 1929, 1938, 1945, 1950) avec le retrait des doubles cotations.

Annexe F : Méthodologie de la saisie des données

Cette annexe décrit la méthodologie employée pour réaliser la saisie de l'annexe E, ainsi que les méthodes utilisées par J. Denuc et par l'INSEE pour construire leurs données.

Tableau A-2 : Capitalisations boursières comparées selon Rajan et Zingales

	France CB/PNB	US CB/PNB	GB CB/PNB	Allemagne CB/PNB
1913	0.78	0.39	1.09	0.44
1929		0.75	1.03	0.35
1938	0.19	0.56	1.92	0.18
1950	0.08	0.33	0.86	0.15
1960	0.28	0.61	1.15	0.35
1970	0.16	0.66	1.99	0.16
1980	0.09	0.46	0.38	0.09
1990	0.24	0.54	0.81	0.2
1999	1.17	1.52	2.25	0.67

Source : tableau 3, p 61, Rajan & Zingales NBER 2001

données françaises issues de:

1913: J. Bouvier (1970)

1938-60: Annuaire Statistique de la France

1970: OECD

1990, 1999: FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

PNB: Maddison

Tableau A-3 : Capitalisation boursière de la Cote Officielle au XIX^e

	(1) CB	(2) PIB	(3) CB/PIB en %
1802	37.46	6,892	0.5
1805	61.76	7,207	0.9
1810	67.15	7,764	0.9
1815	90.31	8,364	1.1
1820	169.46	9,011	1.9
1825	314.25	8,938	3.5
1830	270.69	9,201	2.9
1835	321.95	10,293	3.1
1840	638.79	11,677	5.5
1845	1,483.92	12,479	11.9
1850	956.06	11,936	8.0
1855	3,234.09	17,593	18.4
1860	3,553.33	17,562	20.2
1865	4,535.28	19,316	23.5
1870	5,028.43	19,312	26.0
1880	10,135.14	21,140	47.9
1890	10,793.94	22,145	48.7
1900	12,257.82	26,130	46.9
1910	15,886.49	32,458	48.9

Sources :

(1): Capitalisation boursière en millions de francs courants d'après Pedro Arbulu, thèse de doctorat de l'université d'Orléans (1998). La capitalisation boursière est évaluée au cours moyen calculé comme la moyenne arithmétique des cours le plus haut et le plus bas de l'année.

Toutes les sociétés françaises cotées à la cote officielle, exerçant leur activité en France ou à l'étranger
Le nombre de titres pris en compte correspond au capital social de l'entreprise pendant l'année considérée

Les cours extrêmes sont extraits jusqu'en 1870 de l'ouvrage de A. COURTOIS, "Tableaux des cours des principales valeurs", Paris 1877. Et pour les années suivantes de "l'Almanach Financier,

Guide des rentiers & capitalistes", publié par le Journal Financier, Paris. Ne sont pas prises en compte les actions spéciales (j, b, p, f) et les titres inscrits à la Deuxième partie de la Cote DP (règle variable).

On suspecte une erreur pour 1920, dont le chiffre ne correspond pas du tout à la saisie réalisée par Hautcoeur et Petit - 30 milliards contre 23 milliards de capitalisation pour ces derniers. Il est possible, qu'à défaut d'erreur que nous n'avons pu identifier, il s'agisse de la différence entre les cours moyens de P. Arbulu et les cours au 31 décembre de la base ESF.

(2): Nombre de sociétés cotées à la Cote Officielle d'après Pedro Arbulu (1998)

(3): PIB en millions de francs courants d'après M. Levy-Leboyer & F. Bourguignon "L'Economie Française au XIX^e siècle: Analyse macro-économique" (1985), p 328-332

Pour les années 1802, 1805 et 1815, on a rétroposé un taux de croissance de 1,5 %, les incertitudes sur ces données sont négligeables au vu de la faiblesse de la capitalisation boursière

(4): (1)/(3)* 100

Tableau A-4 : Capitalisation boursière estimée par Michèle Saint-Marc 1900-1932

	Actions françaises			Autres valeurs mobilières taxées			Obligations fr	Actions étrangères	TOTAL
	(1) Revenu taxé	(2) Rendement	(3) CB	(4) Revenu taxé	(5) Rendement	(6) CB	(7) CB	(8) CB	(9) CB
1900	800	3.5	22	200	3.5	5	29	2	87
1901	800	3.9	20	200	3.9	5	34	2	91
1902	700	3.9	17	200	3.9	5	37	2	91
1903	700	3.9	17	200	3.9	5	37	2	91
1904	800	4	20	200	4	5	34	2	91
1905	800	3.7	21	200	3.7	5	34	2	93
1906	900	3.8	23	200	3.8	5	31	2	91
1907	1100	4	27	200	4	5	30	5	100
1908	1000	4.1	24	200	4.1	4	30	4	93
1909	1000	3.9	25	300	3.9	7	33	5	105
1910	1100	3.8	28	300	3.8	7	32	5	108
1911	1200	3.7	32	300	3.7	8	33	5	109
1912	1200	3.5	34	300	3.5	8	34	5	113
1913	1300	3.7	35	400	3.7	10	35	8	116
1914	1200	4.1	29	700	4.1	17	30	9	114
1915	800	3.3	24	300	3.3	9	36	9	109
1916	1100	3.1	35	300	3.1	9	36	6	115
1917		3.5	31		3.5	8	26	5	
1918	1700	3.4	50	300	3.4	8	31	2	
1919		3.4	50		3.4	8	23	2	
1920		3.3	51		3.3	9	21	3	84
1921	3500	4.3	81	400	4.3	9	35	9	134
1922	3200	4.6	69	400	4.6	8	45	6	128
1923	3900	4	97	400	4	10	43	10	160
1924	3000	3.8	78			ventilées	75	Classée avec action fr	153
1925	4100	4.6	88				75		163
1926	4900	4.4	111				77		188
1927	5800	4.2	138				87		225
1928	6400	3.2	200				110		310
1929	7000	2.8	250				124		374
1930	7000	3.5	200				124		324
1931	6500	4.6	144				138		282
1932	6500	4.9	132				133		265

Sources: Michèle Saint-Marc (1974), p 102-103

(1): Revenu taxé dans la catégorie action française dans le cadre de l'IRVM, en millions de francs

(2): rendement des actions françaises d'après J. Denuc

(3): Capitalisation boursière estimée par M. Saint-Marc, en milliards de francs, soit (1)/10/(2)

(4): Revenu taxé par l'IRVM dans la catégorie autre valeurs mobilières taxées - il s'agit des parts et des commandites, en millions de francs

(5): Rendement des actions françaises = (2)

(6): Capitalisation boursière estimée par M. Saint-Marc, en milliards de francs, soit (4)/10/(5)

(7): Capitalisation boursière des actions françaises estimée par M. Saint-Marc à partir des données de l'IRVM et d'un rendement approché du rendement des actions françaises

(8): Capitalisation boursière estimée par M. Saint-Marc des actions étrangères, d'après la même méthodologie que précédemment.

(9): Capitalisation boursière totale estimée par M. Saint-Marc en multipliant le total par un coefficient voisin de 2, pour prendre en compte des titres non taxés au début du siècle.

Tableau A-5 : Capitalisation boursière des valeurs mobilières cotées à la bourse de Paris

	Actions	Obligations	Total
1902			64.0
1904			64.0
1906			64.7
1907			64.0
1908			65.7
1909			69.0
1910			69.1
1911			69.6
1912			70.1
1913			70.1
1921			158.0
1923			197.0
1925			202.0
1927			282.0
1929			431.0
1931	126	299	425.0
1933	81	277	358.0
1935	47	344	391.0
1937	87	290	377.0
1938	93		

Sources: Michèle Saint-Marc (1974), p 98

Données issues du Service de Statistique de la Chambre Syndicale de la Compagnie des Agents de Change

Avant 1931, la précision de ces données n'est pas connue, les méthodes d'évaluation n'étant pas connues

Capitalisation en milliards de Francs courants

Tableau A-6 : Capitalisation boursière de la Cote Officielle de la bourse de Paris - P-C Hautcoeur

	Capitalisation	Nombre de sociétés
1891	9,533,000	201
1901	11,465,000	312
1913	17,581,000	371
1928	106,124,000	627
1936	55,109,000	633

Source : Hautcoeur, P-C, *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises*, 1890-1936, thèse, Paris I, 1994. Les données concernent uniquement les actions et parts de fondateurs.

Les sociétés mentionnées sont les sociétés françaises

exploitant en France (choix fait d'après le descriptif de leur activité dans l'Annuaire)

Les capitalisations sont calculées à partir des cours moyens annuels mentionnés dans les Annuaire

Tableau A-7 : Capitalisation boursière de la Cote Officielle 1920-1938

	tous types d'actions	actions ordinaires
1920	23,459,501,020	20,137,218,032
1921	24,166,748,461	21,878,833,093
1922	32,076,254,791	29,124,271,703
1923	46,908,394,440	43,014,864,754
1924	50,796,523,279	45,352,082,363
1925	60,842,789,560	53,137,928,739
1926	72,489,081,911	64,157,562,681
1927	99,448,068,202	87,750,955,750
1928	145,546,000,000	127,694,000,000
1929	160,207,000,000	142,078,000,000
1930	117,610,000,000	104,789,000,000
1931	74,853,449,393	66,618,197,541
1932	91,878,803,573	80,725,737,469
1933	89,399,726,322	77,727,355,449
1934	73,655,346,845	63,579,474,543
1935	77,641,371,760	67,540,232,012
1936	86,015,513,100	73,629,089,998
1937	83,966,943,410	71,332,691,386
1938	95,931,496,262	84,383,595,641

Sources: Muriel Petit - P-C Hautcoeur, données ESF **provisoires** - version 1 (2001) - tous droits réservés

La base de données du groupe DESF (LEO; DELTA; ENS; GERME) qui étudie la dynamique historique

de l'évolution des systèmes financiers est une base mensuelle de la cote

officielle de la bourse de Paris. Tous les types de titres y sont répertoriés.

L'auteur insiste sur le fait que ces données sont un premier aperçu du travail de saisie réalisé par le groupe DESF et que toutes les vérifications d'usage de ces données n'ont pas encore été effectuées.

Tableau A-8 : Capitalisation boursière des actions françaises 1938 et 1945-1959, INSEE

	Métropole	Outre-mer	Etranger	TOTAL
1938	47,012	12,645	19,127	78,784
1945	212,563	72,764	69,376	354,703
1946	406,751	124,445	102,993	634,189
1947	423,483	130,041	122,990	676,514
1948	507,748	182,685	150,945	841,378
1949	474,700	148,400	134,000	757,100
1950	465,600	125,800	104,100	695,500
1951	738,600	206,400	146,900	1,091,900
1952	888,300	210,300	146,400	1,245,000
1953	1,143,900	228,500	149,300	1,521,700
1954	2,184,000	273,700	231,700	2,689,400
1955	2,505,300	287,500	228,400	3,021,200
1956	2,972,900	228,900	213,400	3,415,200
1957	3,999,400	297,500	350,500	4,647,400
1958	4,350,000	397,000	302,700	5,049,700
1959	7,065,000	485,800	379,100	7,929,900

Sources : Annuaire Statistique de la France, récapitulatif 1966, p 532-546

1945-1954:INSEE

1955-1959: Chambre syndicale des agents de change et Chambre des courtiers en valeurs mobilières

Capitalisation boursière en millions de Francs courants

Tableau A-9: Capitalisation boursière de la bourse de Paris - détails (1938-1955)

1938	CO	CV	TOTAL
Métropole	41,832	5,180	47,012
Outre-mer	9,807	2,838	12,645
Etranger	18,127	1,000	19,127
Nationalisé	24,967	1,485	26,452
TOTAL (hors TOTAL)	69,766	9,018	78,784
TOTAL	94,733	10,503	105,236

1946	CO	CV	TOTAL
Métropole	327,950	78,801	406,751
Outre-mer	91,687	32,758	124,445
Etranger	95,959	7,134	102,993
Nationalisé	65,122	427	69,329
TOTAL (hors TOTAL)	515,596	118,693	634,189
TOTAL	580,618	122,900	703,518

1948	CO	CV	TOTAL
Métropole	418,585	89,163	507,748
Outre-mer	127,161	55,524	182,685
Etranger	136,718	14,227	150,945
Nationalisé	65,661	4,376	70,037
TOTAL (hors TOTAL)	682,464	158,914	841,378
TOTAL	748,125	163,290	911,415

1950	CO	CV	TOTAL
Métropole	387,200	78,400	465,600
Outre-mer	89,800	3,600	125,800
Etranger	94,300	9,800	104,100
Nationalisé	15,400	800	16,200
TOTAL (hors TOTAL)	571,300	91,800	695,500
TOTAL	586,700	92,600	711,700

1952	CO	CV	TOTAL
Métropole	769,000	119,300	888,300
Outre-mer	155,800	54,500	210,300
Etranger	123,800	22,600	146,400
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	1,048,600	196,400	1,245,000
TOTAL			

1954	CO	CV	TOTAL
Métropole	1,946,542	237,497	2,184,039
Outre-mer	216,348	57,360	273,708
Etranger	202,002	29,658	231,660
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	2,364,892	324,515	2,689,407
TOTAL			

1945	CO	CV	TOTAL
Métropole	178,351	34,212	212,563
Outre-mer	55,334	17,430	72,764
Etranger	64,904	4,472	69,376
Nationalisé	47,191	3,588	50,779
TOTAL (hors TOTAL)	298,589	56,114	354,703
TOTAL	345,780	59,702	405,482

1947	CO	CV	TOTAL
Métropole	342,797	80,686	423,483
Outre-mer	91,824	38,217	130,041
Etranger	112,622	10,368	122,990
Nationalisé	58,484	3,441	61,925
TOTAL (hors TOTAL)	547,243	129,271	676,514
TOTAL	605,727	132,712	738,439

1949	CO	CV	TOTAL
Métropole	395,300	79,400	474,700
Outre-mer	104,300	44,100	148,400
Etranger	123,600	10,400	134,000
Nationalisé	69,900	2,700	72,600
TOTAL (hors TOTAL)	623,200	133,900	757,100
TOTAL	693,100	136,600	829,700

1951	CO	CV	TOTAL
Métropole	627,500	111,100	738,600
Outre-mer	145,500	60,900	206,400
Etranger	118,500	28,400	146,900
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	891,500	200,400	1,091,900
TOTAL			

1953	CO	CV	TOTAL
Métropole	983,400	160,500	1,143,900
Outre-mer	178,600	51,900	230,500
Etranger	128,900	22,100	151,000
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	1,290,900	234,500	1,525,400
TOTAL			

1955	CO	CV	TOTAL
Métropole	2,216,353	288,895	2,505,248
Outre-mer	236,873	50,641	287,514
Etranger	206,481	21,923	228,404
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	2,659,707	361,459	3,021,166
TOTAL			

Sources :

1938-1948: Bulletin mensuel de statistique 1948 p 272-273, tableau I. Capitalisation boursière des valeurs françaises à revenu variable cotées à la bourse de Paris

1949-1950 : BMS 1951, nouvelle série, n°4, avril 1951, pp 45-46; note de l'INSEE: pour 1949, les sociétés nationalisées sont exhaustives pour 1950, il ne comprend que les sociétés nationalisées en liquidation et celles dont l'activité actuelle n'a pu être identifiée.

Les autres sont comptées dans les diverses rubriques des autres groupes. L'INSEE fait remarquer une baisse sensible des cours à la fin de 1950, aux alentours du 31 décembre...

1951: BMS 1953, n°1, janvier 1953, p 47; note de l'INSEE: "on a supprimé la rubrique sociétés nationalisées qui se rapportait aux anciennes sociétés de houillères, de gaz et d'électricité; la plupart d'entre elles ont réparti les indemnités qui leur avaient été attribuées ou ont choisi une activité nouvelle qui les a fait classer dans un des autres groupes

1952-1953: Bulletin mensuel de statistique, nouvelle série, n°1, janvier 1954; p 47

1954-1955: Bulletin mensuel de statistique, n°1, janvier 1956; pp 5-6+B23

Cours au 31 décembre; tous les titres des sociétés à l'exception des "parts bénéficiaires" des banques ou compagnies d'assurances nationalisées en 1945-46 (pour 1952-53).

Tableau A-10 : Capitalisation boursière par territoire des sociétés françaises exploitant outre-mer

Territoire	Marché	1938	1945	1946	1947	1948	1949	1950
Afrique du Nord	CO	2,600	16,900	36,900	38,000	55,000	43,000	36,800
	CV	1,200	6,900	14,400	18,900	30,700	24,300	19,100
	TOTAL	3,800	23,800	51,300	56,900	85,700	67,300	55,900
Afrique tropicale	CO	800	9,900	17,400	15,600	26,200	22,600	21,100
	CV	200	2,500	7,100	7,200	10,100	8,500	7,400
	TOTAL	1,000	12,400	24,500	22,800	36,300	31,100	28,500
Indochine	CO	4,500	17,400	20,500	21,100	24,600	20,100	14,000
	CV	1,300	600	700	7,200	7,400	4,900	4,000
	TOTAL	5,800	23,400	27,500	28,300	32,000	25,000	18,000
Madagascar	CO	200	2,400	3,800	4,600	7,000	6,000	6,300
	CV	100	800	2,200	2,400	3,000	1,900	1,700
	TOTAL	300	3,200	600	7,000	10,000	7,900	8,000
Divers	CO	1,700	8,800	13,100	12,400	14,600	12,600	11,600
	CV	100	1,200	2,100	2,500	4,300	4,400	3,600
	TOTAL	1,800	10,000	15,200	14,900	18,900	17,000	15,200
TOTAL		12,600	72,600	124,400	130,000	182,900	148,400	125,700

Sources :

Bulletin Mensuel de Statistique, 1951, nouvelle série, n°4, avril 1951, p 45

Tableau A-11 : Capitalisation boursière des actions françaises 1960-1982, INSEE

	Métropole	Hors métropole	TOTAL
1960	80,098	6,101	86,198
1961	101,769	5,352	107,121
1962	107,728	5,246	112,974
1963	101,941	568	102,509
1964	98,056	754	98,810
1965	92,457	856	93,312
1966	85,569	858	86,427
1967	85,191	590	85,781
1968	95,452	697	96,149
1969	126,065	796	126,861
1970	126,717	807	127,524
1971	124,590	1,054	125,644
1972	155,153	1,353	156,506
1973	176,724	1,456	178,180
1974	136,458	1,302	137,760
1975	131,702	1,434	133,136
1976	145,677	1,726	147,403
1977	125,345	1,992	127,337
1978	165,267	2,918	168,185
1979	208,010	4,267	212,277
1980	237,942	6,316	244,258
1981	218,060	6,647	224,707
1982	202,077	5,153	207,230

Sources : Annuaire Statistique de la France, récapitulatif 1966, p 532-546

Annuaire Statistique de la France 1968, p 632 - tableau III - capitalisation à fin décembre

Annuaire Statistique de la France 1969 p 630 - tableau III - capitalisation à fin décembre

Annuaire Statistique de la France 1970, p 634 - tableau III - capitalisation à fin décembre

Annuaire Statistique de la France 1972, p 625 - tableau III - capitalisation à fin décembre

Annuaire Statistique de la France 1983 p 851 - tableau 7.05-7 - capitalisation moyennes des fins de mois (1972-1982)

1955-1960 : Chambre syndicale des agents de change et Chambre des courtiers en valeurs mobilières

1961-1982 : Chambre syndicale des agents de change

Capitalisation boursière en millions de Francs courants

Tableau A-12 : Capitalisation boursière des actions françaises 1978-1988, INSEE

	Paris	Province	TOTAL
1978	191,626	7,170	198,796
1979	226,694	8,149	234,843
1980	256,261	9,588	265,849
1981	224,660	8,604	233,264
1982	203,779	7,590	211,369
1983	327,795	10,926	338,721
1984	413,852	17,643	431,495
1985	649,611	25,697	675,308
1986	1,104,256	46,044	1,150,300
1987	929,231	38,438	967,669
1988	1,483,740	53,322	1,537,062

Sources: Annuaire Statistique de la France 1989, p 788, tableau N. 02-3

Société des Bourses Françaises

Ce tableau concerne les valeurs françaises inscrites au marché officiel (Règlement mensuel et comptant) et au second marché; il comprend les valeurs de la zone franc

Capitalisation boursière en millions de Francs courants, en fin d'année

Tableau A-13 : Capitalisation boursière des actions françaises 1989-1998, INSEE

	Marché Officiel	Second Marché	Nouveau Marché	TOTAL
1989	2,005.6	185.6		2,191.2
1990	1,598.6	138.9		1,737.5
1991	1,803.1	134.7		1,937.8
1992	1,808.7	122.9		1,931.6
1993	2,537.2	152.2		2,689.4
1994	2,257.3	155.1		2,412.4
1995	2,294.6	150.6		2,445.2
1996	2,866.5	206.6	5.0	3,078.1
1997	3,838.0	218.9	9.9	4,066.8
1998	5,221.0	254.2	27.5	5,502.7

Sources: Annuaire Statistique de la France 1994, p 801, tableau N. 02-2

Annuaire Statistique de la France 2000, p 919, tableau N. 02-2

Société des Bourses Françaises

Ce tableau concerne les valeurs françaises inscrites au marché officiel (Règlement mensuel et comptant) et au second marché; il comprend les valeurs de la zone franc

Capitalisation boursière en millions de Francs courants, en fin d'année

Tableau A-14 : Capitalisation boursière de la base AFFI (1977-1991)

	CB AFFI	CB France	Dividendes AFFI	Dividendes France
1977	105,936	135,950	5,399	6,502
1978	161,624	198,796	6,534	7,385
1979	189,996	234,843	7,685	8,426
1980	228,760	265,849	10,066	10,342
1981	183,327	233,264	11,747	12,124
1982	181,983	210,674	10,143	10,523
1983	294,368	338,721	10,419	10,758
1984	378,426	431,495	12,372	12,009
1985	568,707	675,308	13,653	13,060
1986	967,832	1,150,300	17,291	15,096
1987	789,882	967,669	21,634	19,520
1988	1,444,135	1,537,062	28,387	24,898
1989	2,062,065	2,191,596	37,246	31,053
1990	1,610,207	1,737,600	43,431	37,845
1991	1,840,378		22,201	

Source: Hamon-Jacquillat (1993), p 21: estimations à la dernière séance de bourse de l'année, en millions de FF
 les sources officielles pour les dividendes sont incomplètes; l'année boursière publie la masse de dividende pour seulement 443 émetteurs en 1990 (dividendes France issues de l'année boursière)

Sont exclues les valeurs étrangères cotées en France et les titres du hors-cote.

Tableau A-15 : Capitalisation boursière mensuelle (1966-1971) INSEE

Année	Mois	Valeurs françaises	Zone franc	TOTAL
1966	31-Jan	101,935	871	102,806
	28-Feb	100,142	862	101,004
	31-Mar	96,294	848	97,142
	29-Apr	94,677	853	95,530
	31-May	92,603	830	93,433
	30-Jun	92,252	805	93,057
	29-Jul	91,483	815	92,298
	31-Aug	90,433	833	91,266
	30-Sep	86,479	821	87,300
	28-Oct	84,955	813	85,768
	30-Nov	88,518	818	89,336
	30-Dec	85,569	858	86,427
1967	31-Jan	83,291	864	84,155
	28-Feb	84,224	518	84,742
	31-Mar	81,159	525	81,684
	28-Apr	78,841	525	79,366
	31-May	79,986	522	80,508
	30-Jun	78,966	525	79,491
	31-Jul	76,239	522	76,761
	31-Aug	83,205	541	83,746
	29-Sep	90,138	570	90,708
	31-Oct	87,972	569	88,541
	30-Nov	85,897	589	86,486
	29-Dec	85,191	590	85,781
1968	31-Jan	88,667	602	89,269
	29-févr	89,143	609	89,752
	28-Mar	94,339	646	94,985
	30-Apr	97,250	693	97,943
	20-May	90,922	673	91,595
	28-Jun	90,851	698	91,549
	31-Jul	88,636	693	89,329
	30-Aug	91,645	693	92,338
	30-Sep	93,282	683	93,965
	31-Oct	91,919	658	92,577
	29-Nov	92,537	678	93,215
	31-Dec	95,452	697	96,149
1969	31-Jan	101,927	733	102,660
	28-Feb	107,389	811	108,200
	31-Mar	116,097	802	116,899
	30-Apr	119,844	806	120,650
	30-May	122,409	789	123,198
	30-Jun	112,632	763	113,395
	31-Jul	111,654	757	112,411
	29-Aug	116,982	768	117,750
	30-Sep	117,215	777	117,992
	31-Oct	123,386	748	124,134
	28-Nov	121,059	783	121,842
	31-Dec	126,065	796	126,861
1970	30-Jan	131,897	813	132,710
	27-Feb	129,918	827	130,745
	31-Mar	128,304	796	129,100
	30-Apr	123,170	776	123,946
	29-May	120,960	760	121,720
	30-Jun	118,144	738	118,882
	31-Jul	125,186	794	125,980
	31-Aug	125,978	805	126,783
	30-Sep	122,876	791	123,667
	30-Oct	125,685	803	126,488
	30-Nov	124,616	817	125,433
	31-Dec	126,717	807	127,524
1971	29-Jan	132,535	886	133,421
	26-Feb	132,549	995	133,544
	31-Mar	130,886	929	131,815
	30-Apr	132,247	975	133,222
	28-May	137,020	1,133	138,153
	30-Jun	134,780	1,060	135,840
	30-Jul	138,144	1,060	139,204
	31-Aug	131,822	1,012	132,834
	30-Sep	124,609	1,087	125,696
	31-Oct	118,615	1,069	119,684
	30-Nov	124,058	1,081	125,139
	31-Dec	124,590	1,054	125,644

Sources : Annuaire statistique, source INSEE issues de la Chambre syndicale des Agents de change

1966, 1967 : Annuaire Statistique de la France 1968, p 632 - tableau III - capitalisation à fin décembre

1968, 1969 : Annuaire Statistique de la France 1970, p 634 - tableau III - capitalisation à fin décembre

1970, 1971 : Annuaire Statistique de la France 1972, p 625 - tableau III - capitalisation à fin décembre

unité = million de francs

Tableau A-16 : Capitalisations boursières en francs 1969-1993 SBF

	Premier Marché	Second Marché	Nouveau Marché	Marché Libre	TOTAL	Valeur nominale
1964	102,395				102,395	35,126
1965	96,656				96,656	37,723
1966	89,654				89,654	39,866
1967	89,604				89,604	40,688
1968	100,163				100,163	42,372
1969	130,839				130,839	45,151
1970	131,370				131,370	52,183
1971	129,061				129,061	56,384
1972	163,676				163,676	59,998
1973	167,828				167,828	61,895
1974	122,453				122,453	66,055
1975	161,403				161,403	69,204
1976	139,166				139,166	69,723
1977	133,727				133,727	73,297
1978	195,947				195,947	75,734
1979	230,270				230,270	76,133
1980	257,532				257,532	80,403
1981	227,761				227,761	86,395
1982	206,959				206,959	73,444
1983	327,520	11,272			338,792	80,941
1984	408,578	22,918			431,496	84,521
1985	617,258	58,050			675,308	95,945
1986	1,020,162	130,138			1,150,300	125,733
1987	855,749	111,910			967,659	160,848
1988	1,383,119	153,943			1,537,062	181,254
1989	2,005,610	185,613			2,191,223	213,678
1990	1,598,644	138,927			1,737,571	250,040
1991	1,859,060	134,689			1,993,749	257,563
1992	1,808,664	122,920			1,931,584	269,716
1993	2,537,192	152,171			2,689,363	279,558
1994	2,257,307	155,147			2,412,454	317,460
1995	2,294,623	150,576			2,445,199	342,111
1996	2,866,542	206,589	5,018	342	3,078,149	347,981
1997	3,838,027	218,886	9,893	1,878	4,066,806	347,290
1998	5,221,114	254,233	27,555	35,725	5,538,627	391,600
1999	9,383,084	313,725	99,876	39,357	9,836,042	NE
2000	NE	NE	NE	NE	10,108,297	NE
2001	8,251,939	301,740	98,394	NE	8,652,073	NE
2002	8,606,156	321,419	88,443	NE	9,016,017	NE

Source: Annuaire boursier 1993, (disquette annexe), 1999

Unite = millions de francs

Tableau A-17 : Capitalisations boursières 1969-2001 Euronext (en Euros)

	capitalisation boursière (actions)				
	1er marché	second marché	nouveau marché	marché libre	TOTAL
1964	15,610				15,610
1965	14,735				14,735
1966	13,668				13,668
1967	13,660				13,660
1968	15,270				15,270
1969	19,946				19,946
1970	20,027				20,027
1971	19,675				19,675
1972	24,952				24,952
1973	25,585				25,585
1974	18,668				18,668
1975	24,606				24,606
1976	21,216				21,216
1977	20,387				20,387
1978	29,872				29,872
1979	35,104				35,104
1980	39,261				39,261
1981	34,722				34,722
1982	31,551				31,551
1983	49,930	1,718			51,648
1984	62,287	3,494			65,781
1985	94,100	8,850			102,950
1986	155,523	19,839			175,362
1987	130,458	17,061			147,519
1988	210,855	23,468			234,323
1989	305,753	28,297			334,050
1990	243,712	21,179			264,891
1991	283,412	20,533			303,945
1992	275,729	18,739			294,468
1993	386,792	23,198			409,990
1994	344,124	23,652			367,776
1995	349,813	22,955			372,768
1996	437,002	31,494	765	52	469,313
1997	585,103	33,369	1,508	286	620,266
1998	795,953	38,758	4,201	5,446	844,358
1999	1,430,442	47,827	15,226	6,000	1,499,495
2000	NE	NE	NE	NE	1,541,000
2001	1,258,000	46,000	15,000	NE	1,319,000
2002	1,312,000	49,000	13,483	NE	1,374,483

Source : EURONEXT - année boursière, site internet, en millions €
pour 2000 et 2001, site internet, Euronext
Pour 2002, fin juin 2002

Tableau A-18 : Détail de la capitalisation boursière par place boursière du marché officiel

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	Total
1964	367,184	535,980	1,454,932	647,898	1,027,132	181,583	123,951	98,056,003	102,394,663
1965	384,992	561,753	1,436,347	565,105	959,596	170,147	121,553	92,456,576	96,656,069
1966	384,223	553,797	1,440,478	505,790	918,507	169,438	112,043	85,569,520	89,653,796
1967	460,149	672,504	1,405,351	657,768	969,677	244,742		85,193,971	89,604,162
1968	470,021	697,136	1,558,178	733,323	989,685	261,867		95,452,397	100,162,607
1969	463,003	740,925	1,526,647	741,795	993,555	285,052		126,065,156	130,816,133
1970	353,958	767,658	1,500,904	738,703	1,002,875	264,647		126,716,919	131,345,664
1971	414,388	885,746	1,165,667	650,295	1,088,890	245,163		124,589,982	129,040,131
1972	539,533	1,110,878	1,423,741	638,764	1,260,512	278,981		158,396,992	163,649,401
1973	649,531	1,085,914	1,589,136	759,059	1,396,652	318,306		162,002,857	167,801,455
1974	521,322	931,510	1,309,152	699,938	1,105,689	288,711		117,576,369	122,432,691
1975	631,339	1,015,927	1,448,288	692,689	1,237,147	302,752		156,053,794	161,381,936
1976	543,739	1,151,079	1,402,596	586,581	1,196,702	266,757		133,994,957	139,142,411
1977	410,464	1,038,750	1,377,378	596,689	963,343	321,017		129,019,090	133,726,731
1978	595,293	1,372,608	1,827,008	576,616	1,810,547	969,339		188,776,861	195,928,272
1979	727,271	1,915,717	2,191,634	705,363	1,923,374	609,976		222,121,400	230,194,735
1980	809,141	1,949,482	2,961,905	796,572	2,329,177	685,729		247,957,117	257,489,123
1981	797,132	1,631,008	2,709,402	779,592	2,004,630	637,828		219,156,802	227,716,394
1982	900,758	1,460,506	2,286,357	955,398	1,530,475	394,296		199,368,813	206,896,603
1983	NE	NE	NE	NE	NE	NE		NE	338,792,000
1984	1,264,577	2,221,474	6,401,126	1,659,116	2,522,324	673,910		393,834,502	408,577,029
1985	1,654,659	2,435,012	8,746,635	1,763,423	3,798,183	815,478		598,045,053	617,258,443
1986	3,282,046	3,311,206	12,458,951	2,686,269	6,809,522	1,272,532		990,341,302	1,020,161,828
1987	2,546,567	2,693,562	9,022,995	2,774,030	6,634,569	1,288,066		830,788,858	855,748,647
1988	NE	NE	NE	NE	NE	NE		NE	1,537,062,000
1989	NE	NE	NE	NE	NE	NE		NE	2,191,223,000
1990	2,898,463	5,605,319	10,656,358	4,987,119	11,746,134	1,543,755		1,561,206,909	1,598,644,057

Sources:

Année boursière de chaque année

Tableau A-19 : Détail de la capitalisation boursière par place boursière du second marché

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Paris	Province	Total
1983	NE	NE	NE	NE	NE	NE	4,827,456	NE	NE
1984	47,470	726,544	1,465,377	61,555	417,942	181,133	4,917,970	2,900,021	7,817,991
1985	189,858	548,873	4,249,265	199,661	990,782	305,272	51,565,890	6,483,711	58,049,601
1986	571,974	1,568,901	11,068,315	329,471	1,973,224	711,205	113,914,852	16,223,090	130,137,942
1987	795,844	1,854,179	8,155,853	136,575	1,755,004	834,722	98,442,483	13,532,177	111,974,660
1988	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	153,943,000
1989	1,654,640	2,085,461	16,713,554	339,707	3,978,296	3,418,012	157,795,686	28,189,670	185,985,356
1990	998,851	1,601,758	13,668,952	412,026	1,956,962	2,127,701	118,161,072	20,766,250	138,927,322

Sources:

Année boursière de chaque année

Tableau A-20 : Capitalisation boursière des valeurs zone franc par place boursière

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	TOTAL
1964	10,508	1,600	1,859	28,595		780	522	754,301	798,165
1965	9,682	1,600	1,591	24,846		495	619	855,578	894,411
1966	7,305	1,500	1,272	23,697		540	670	857,936	892,920
1967	7,415		1,322	18,136		813		590,453	618,139
1968	7,708		1,394	21,482		1,110		696,913	728,607
1969	8,335		1,488	12,486		1,194		796,081	819,584
1970	10,474		1,464	11,410		753		806,808	830,909
1971	13,130		1,560	6,624				1,053,662	1,074,976
1972	14,955		2,496	9,253				1,393,008	1,419,712
1973	14,462		2,040	9,698				1,298,698	1,324,898
1974	7,449			13,470				1,347,055	1,367,974
1975	7,968			12,451				1,618,424	1,638,843
1976	9,589			13,884				1,726,368	1,749,841
1977	7,940			15,130				2,223,406	2,246,476
1978	5,135			13,350				2,848,925	2,867,410
1979	56,894			18,677				4,572,725	4,648,296
1980	52,401			3,275				8,304,428	8,360,104
1981	42,500			2,050				5,503,505	5,548,055
1982	59,796			2,000				4,410,159	4,471,955
1983								4,827,456	4,827,456
1984	45,392			2,350				4,917,970	4,965,712
1985	37,722			2,350				5,261,169	5,301,241
1986	29,434			2,350				4,987,103	5,018,887
1987	25,326			2,350				3,489,900	3,517,576

Sources:

Année boursière de chaque année

Tableau A-21 : Saisie de capitalisation boursière française

	1900	1905	1910
Cote Officielle	12,809,759,978	15,908,988,733	18,531,529,681
CO Terme	9,525,770,771	10,332,773,876	11,583,825,855
CO Comptant	3,229,571,207	5,069,083,170	6,044,600,686
CO DP	54,418,000	507,131,687	650,629,840
CO sans DP	12,755,341,978	15,401,857,046	17,628,426,541
CO ord	11,806,693,400	13,704,663,408	16,408,273,009
Coulisse	12,650,161,978		
Coulisse ss dc	1,199,799,055		
Coulisse ss dc ord	1,161,763,055		
Lyon	1,750,000,000		
Lille	2,983,357,210	1,680,274,690	2,296,077,745
Lille ss dc	2,952,142,260		
Total ss dc	18,673,665,293		

	1913	1920	1929
Cote Officielle	21,997,439,109	23,459,501,020	160,207,000,000
CO Terme	13,277,359,081		
CO Comptant	8,079,951,222		
CO DP	680,128,806		
CO sans DP	21,357,310,303		
CO ord	19,358,974,386	20,137,218,032	142,078,000,000
Coulisse	21,705,719,034	4,418,573,880	18,325,121,311
Coulisse ss dc	2,687,003,224	4,418,573,880	18,325,121,311
Coulisse ss dc ord	2,629,208,694	4,228,212,580	15,190,826,532
Lyon	1,512,000,000	1,659,964,710	4,800,971,902
Lille	2,789,952,395	4,151,333,910	37,436,967,584
Lille ss dc	1,326,285,190	2,389,114,210	7,687,771,802
Lille ss dc CO-CV		1,659,964,710	4,800,971,902
Total ss dc	27,464,932,993	31,198,004,320	188,134,065,115

	1938	1945	1950
CB Cote Officielle	95,931,496,262	343,060,649,467	680,469,384,995
CB CO ord	84,383,595,641	308,700,766,759	628,574,303,546
CB Courtier	10,344,934,269	57,065,460,309	
CB Courtier ord	7,830,123,372	52,150,000,000	
Lyon	3,802,151,049	10,000,000,000	
Lille	20,897,371,849	141,947,765,186	238,345,079,213
Lille ss dc	4,831,730,199	12,475,321,706	
Lille ss dc CO-CV	3,802,151,049		
Nantes		8,247,132,598	
Nantes ss dc		1,466,184,348	
Total Paris	106,276,430,531	400,126,109,776	680,469,384,995
Total Paris ord	92,213,719,013	360,850,766,759	628,574,303,546
Total ss dc	97,045,451,150	424,067,615,830	
Total ss dc ord		384,792,272,813	

Lecture:

Il faut lire CO pour Cote Officielle, CV pour la coulisse ou cote des courtiers en valeur, "ss dc" pour sans double cotation, DP pour la deuxième partie de la cote officielle

Sources:

Petit pour lille, l'auteur pour le calcul de lille sans les doubles cotations (ss dc)

Les données sans double cotation sont entendues par rapport à la Cote Officielle (CO), sauf pour la dernière l qui présente qui ote à la fois la cote officielle et la cote des courtiers en valeurs (CV)

Pour Lyon, 1900 et 1913, on utilise les données du tableau A-20 de R. Dubost, on prend la même proportion c qu'à Lille. Pour Lyon, 1929 et 1938, on prend les données de Lille sans double cotation - l'estimation est là très

Tableau A-22 : Capitalisation à Lille 1900-1962 d'après Muriel Petit

	(1) Nbre de stés	(2) Capitalisation boursière
1900	90	2,983,357,210
1901	96	1,521,755,945
1902	99	1,368,054,482
1903	98	1,390,590,070
1904	88	1,632,920,880
1905	89	1,680,274,690
1906	89	2,025,767,290
1907	90	1,885,108,005
1908	94	1,891,321,465
1909	94	2,001,329,865
1910	92	2,296,077,745
1911	103	2,686,344,320
1912	111	2,860,271,555
1913	122	3,622,145,725
1914	127	3,330,504,670
1920	85	4,151,333,910
1921	108	5,309,662,900
1922	133	5,429,667,217
1923	148	8,321,007,498
1924	164	11,756,899,295
1925	180	13,018,099,046
1926	196	13,701,170,763
1927	193	16,977,439,192
1928	200	21,800,825,288
1929	215	37,436,967,584
1930	236	44,803,714,717
1931	226	28,786,664,668
1932	214	15,266,494,925
1933	201	17,980,153,535
1934	193	15,489,726,187
1935	209	12,879,094,577
1936	208	18,200,449,109
1937	202	20,074,078,629
1938	201	20,729,321,604
1939	203	22,730,424,034
1940	201	23,612,875,872
1946	206	120,694,055,930
1947	229	183,815,238,964
1948	236	188,913,351,374
1949	242	253,760,105,510
1950	240	238,345,079,213
1951	227	222,746,697,722
1952	230	371,534,581,264
1953	233	439,547,953,314
1954	226	494,983,340,465
1955	223	943,197,730,675
1956	218	1,024,142,238,700
1957	218	1,246,312,335,665
1958	214	1,745,471,146,855
1959	215	2,020,525,322,710
1960	218	3,893,000,439,015
1961	214	3,437,806,925,200
1962	(**)112	131,777,760,900

** La disparition de nombreuses sociétés en 1962 correspond au fait qu'elles ne peuvent plus être cotées sur deux places françaises en même temps

Sources : Données tirées de l'article de Muriel Petit "Indices actions de la bourse de Lille 1900-1962" (GE
ESA - Université de LILLE 2) - tous droits réservés

(1): Nombre de sociétés cotées à la bourse de Lille

(2): Capitalisation boursière au premier cours du mois de janvier, uniquement actions ordinaires

Tableau A-23 : Evaluation de la province et la coulisse par rapport à la cote officielle

1/ Données Congrès international des valeurs mobilières & PC Hautcoeur

CB	CO	Lille	Lyon	Coulisse	Total
1900	6656	1677	689	444	9466
%	0.70	0.18	0.07	0.05	1.00

Note : Actions des sociétés françaises hors chemin de fer; hors double cotation (priorité cote officielle sur province, sur coulisse, et lille sur lyon)

2/ Données Paul Tandonnet, « Des Agents de Change », (thèse, Bordeaux) 1900

CB	Lille	Lyon	Marseille	Nantes	Bordeaux	TOTAL
1900	285	950	160	47	42	1484
% province	0.19	0.64	0.11	0.03	0.03	1.00

Note : en capital nominal, pas d'indication sur les doubles cotations

3/ "La bourse de Lyon" thèse de Robert Dubost (1938)

	CB	Nombre de valeurs cotées	Nombre de valeurs inscrites
1900	1750	104	904
1914	3150	147	
1928	24065	277	
1937		144	

Sources : d'après François Massal in Encyclopédie de la banque et de la bourse (1929)

Les données pour 1937 sont de R. Dubost d'après la cote de la bourse de Lyon

Capitalisation boursière en millions de francs

Le nombre de valeurs cotées correspond aux valeurs qui ont fait l'objet d'une transaction, et donc d'une cotation.

	Nombre de valeurs dans l'annuaire
1920/25	651
1926/30	521
1931/36	389

Sources : Annuaire de la bourse de Lyon, d'après R. Dubost

Les annuaires de la bourse de Lyon répertorient toutes les sociétés qui ont été cotées à Lyon, avec plus ou moins de continuité

Tableau A-24 : Détail de la valeur nominale par place boursière

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	Province	Total
1964	253,012	458,568	665,456	359,567	483,090	131,865	78,626	32,695,325	2,430,184	35,125,509
1965	254,526	476,810	726,105	387,458	527,849	133,249	83,340	35,133,942	2,589,337	37,723,279
1966	266,673	494,424	850,205	399,678	537,551	136,927	89,417	37,091,165	2,774,875	39,866,040
1967	364,978	602,531	957,660	461,189	704,023	200,028		37,397,794	3,290,409	40,688,203
1968	389,294	637,843	1,037,750	490,445	729,193	210,134		38,877,539	3,494,659	42,372,198
1969	272,358	589,109	895,361	428,453	622,126	194,763		42,348,854	3,002,170	45,351,024
1970	240,267	590,263	901,551	434,659	620,972	175,273		49,219,795	2,962,985	52,182,780
1971	219,324	602,150	658,672	349,597	629,296	168,458		53,756,079	2,627,497	56,383,576
1972	213,294	611,421	723,722	340,802	637,106	165,492		57,306,082	2,691,837	59,997,919
1973	218,709	645,764	767,396	345,600	675,249	175,602		59,066,978	2,828,320	61,895,298
1974	229,475	640,631	784,891	341,434	773,149	185,108		63,100,421	2,954,688	66,055,109
1975	238,451	661,167	827,743	352,026	799,908	199,058		66,135,545	3,078,353	69,213,898
1976	240,031	732,162	841,505	339,994	804,140	181,122		66,583,736	3,138,954	69,722,690
1977	256,671	756,480	919,052	360,954	816,391	268,578		69,919,363	3,378,126	73,297,489
1978	306,252	764,588	1,028,856	341,998	1,036,264	387,688		71,868,751	3,865,646	75,734,397
1979	343,556	963,839	906,470	382,926	909,195	348,092		72,278,743	3,854,078	76,132,821
1980	357,553	980,459	979,657	373,997	1,017,500	386,277		76,307,702	4,095,443	80,403,145
1981	402,538	1,102,035	979,499	373,922	1,056,236	420,131		82,060,736	4,334,361	86,395,097
1982	485,665	952,206	754,291	407,994	921,620	317,929		69,604,674	3,839,705	73,444,379
1983									-	-
1984	592,849	820,505	812,217	573,776	1,042,784	296,341		76,958,269	4,138,472	81,096,741
1985	614,083	619,469	843,622	555,305	969,808	305,616		84,470,748	3,907,903	88,378,651
1986	696,360	657,742	978,271	574,242	1,131,363	391,828		106,600,763	4,429,806	111,030,569
1987	708,191	661,470	1,041,155	680,042	1,482,896	407,950		132,302,689	4,981,704	137,284,393
1988									-	-
1989									-	-
1990	1,027,873	829,025	1,503,139	1,065,648	2,149,214	418,334		215,556,955	6,993,233	222,550,188

Sources:

Année boursière de chaque année

Tableau A-25 : Valeur nominale des valeurs du second marché

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Paris	Province	Total
1983							895,241		NE
1984	47,000	123,092	137,323	21,412	119,910	114,230	895,241	562,967	1,458,208
1985	57,494	127,092	330,158	31,412	141,191	125,179	6,753,064		NE
1986	113,802	251,585	752,194	61,263	159,579	156,148	13,207,728	1,534,571	14,742,299
1987	191,838	711,073	1,637,842	72,263	294,970	213,930	20,560,888	3,121,916	23,682,804
1988									NE
1989	383,380	461,338	1,842,332	129,380	255,680	576,749	21,574,265	3,648,859	25,223,124
1990	382,540	414,562	2,256,808	190,207	253,128	622,900	23,369,272	4,120,145	27,489,417

Sources:

Année boursière de chaque année

Tableau A-26 : Valeur nominale des valeurs zone franc

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nantes	Toulouse	Paris	Province	Total
1964	16,763	1,560	4,029	41,321	732	702	698,335	65,107	763,442
1965	17,103	1,560	4,028	41,974	732	702	710,898	66,099	776,997
1966	17,103	1,560	4,028	41,974	732	702	733,179	66,099	799,278
1967	14,177		4,028	34,105	732		716,909	53,042	769,951
1968	14,177		4,003	34,105	732		721,309	53,017	774,326
1969	14,177		4,409	24,667	823		755,530	44,076	799,606
1970	14,477		4,409	23,518	823		788,039	43,227	831,266
1971	12,857		3,809	15,173			707,658	31,839	739,497
1972	12,857		3,809	15,173			736,980	31,839	768,819
1973	12,857		3,809	15,173			752,252	31,839	784,091
1974	7,457			15,173			768,944	22,630	791,574
1975	7,457			15,173					
1976	9,213			8,900			844,885	18,113	862,998
1977	6,700			8,900			876,715		
1978	6,700			8,900			1,045,799		
1979	95,696			38,000			889,891		
1980	95,696			29,100			889,891		
1981	86,876			29,100			890,279		
1982	145,676			29,100			893,409		
1983							895,241		
1984	81,856			27,755			895,241		
1985	81,856			27,755			895,241		
1986	81,856			27,755			928,874		
1987	81,856			27,755			918,874		
1988									
1989							918,874		
1990							1,550,014		

Sources:

Année boursière de chaque année

Annexe B : Dividendes associés aux capitalisations boursières

Tableau B-1: Dividendes estimés des sociétés cotées

	(1) DIV CO	(2) DIV Paris	(3) DIV estimés	(4) DIV IRVM	(5) DIV IRVM	(6) % div totaux	(7) % div IRVM	(8) div % PIB	(9) div tt % PIB	(10) div est % PIB	(11) div est % div totaux	(12) div saisis/ div estim	(13) CB/DIV
1900	472	531	716	1,000	879	53	60	1.5	2.4	2.0	81	74	26
1901			808		897				2.6	2.4	90		24
1902			845		825				2.4	2.5	102		24
1903			845		828				2.3	2.4	102		24
1904			907		880				2.4	2.5	103		23
1905	661	744	876	1,000	918	74	81	2.0	2.4	2.3	95	85	25
1906			904		998				2.6	2.4	91		25
1907			984		1,179				2.8	2.3	83		23
1908			1,010		1,105				2.7	2.5	91		23
1909			978		1,102				2.6	2.3	89		24
1910	698	786	962	1,400	1,177	56	67	1.9	2.8	2.3	82	82	25
1911			987		1,271				2.8	2.1	78		25
1912			1,008		1,333				2.6	2.0	76		26
1913	894	1,003	1,119	1,700	1,471	59	68	2.0	2.9	2.2	76	90	25
1920	876	1,083	900	3,200	6,176	34	18	0.7	3.9	0.6	15	120	33
1921	1,023	1,265	1,258	3,900	3,621	32	35	1.0	2.8	1.0	35	101	24
1922	1,030	1,273	1,679	3,600	3,479	35	37	0.8	2.2	1.1	48	76	24
1923	1,317	1,629	1,905	4,300	4,048	38	40	0.9	2.1	1.0	47	86	30
1924	1,551	1,918	2,075	5,500	5,500	35	35	0.8	2.3	0.9	38	92	30
1925	1,962	2,426	2,920	6,800	6,800	36	36	0.9	2.6	1.1	43	83	25
1926	2,356	2,913	3,249	7,800	7,800	37	37	0.9	2.4	1.0	42	90	27
1927	2,524	3,122	4,120	9,000	9,000	35	35	0.9	2.6	1.2	46	76	29
1928	3,175	3,926	4,817	9,000	9,000	44	44	1.1	2.5	1.4	54	82	36
1929	3,425	4,121	5,150	10,000	10,000	41	41	1.0	2.5	1.3	51	80	37
1930	4,073	4,900	4,718	9,000	9,000	54	54	1.2	2.3	1.2	52	104	30
1931	3,823	4,600	3,912	7,800	7,800	59	59	1.3	2.1	1.1	50	118	23
1932	3,303	3,975	5,042	6,000	6,000	66	66	1.3	1.9	1.6	84	79	22
1933	3,104	3,735	4,023	5,500	5,500	68	68	1.2	1.8	1.3	73	93	26
1934	2,811	3,382	3,551	6,300	6,300	54	54	1.1	2.1	1.2	56	95	25
1935	2,771	3,335	3,466	5,500	5,500	61	61	1.2	2.0	1.2	63	96	27
1936	2,543	3,060	4,055	6,520	6,520	47	47	1.1	2.3	1.4	62	75	25
1937	2,825	3,399	3,259	7,250	7,250	47	47	1.0	2.1	0.9	45	104	31
1938	3,506	4,069	4,899	8,000	8,000	51	51	1.0	2.0	1.2	61	83	23

Sources :

(1) : Dividendes saisis de la cote officielle de la bourse de Paris; l'auteur pour 1900-1913, données ESF pour 1920-1938 (PC Hautcoeur - M. Petit)
Les données ESF sont provisoires - version 1 (2001) - tous droits réservés

(2) : Dividendes saisis de la bourse de Paris (Cote officielle et coulisse); saisie et calculs de l'auteur

(3) : Dividendes estimés à partir de la série des rendements des valeurs variables de l'INSEE et de la série de capitalisation boursière du tableau A

(4) : Dividendes issus de l'IRVM d'après M. Saint-Marc; somme de la catégorie action valeur française et des autres valeurs mobilières

(5) : Dividendes issus de l'IRVM d'après les Annuaire Statistiques jusqu'en 1923, puis complété par la série (4)

(6) : $(2)/(4)*100$; pourcentage des dividendes saisis à Paris sur le total évalué par l'IRVM

(7) : $(2)/(5)*100$; pourcentage des dividendes saisis à Paris sur le total évalué par l'IRVM

(8) : $(2)/10/PIB$, part des dividendes saisis dans le PIB - la série de PIB est celle de la série (6) du tableau A-1

(9) : $(5)/10/PIB$, part des dividendes totaux évalués par l'IRVM dans le PIB

(10) : $(3)/10/PIB$, part des dividendes estimés dans le PIB

(11) : $(3)/(5)*100$, part des dividendes estimés sur les dividendes totaux évalués par l'IRVM

(12) : $(3)/(2)*100$, Rapport entre les dividendes estimés et les dividendes saisis

(13) : $CB/(3)$, price-dividend ratio estimé (rapport de la capitalisation boursière du tableau A-1, série (3), aux dividendes estimés)

Tableau B-1 (suite) : Dividendes estimés des sociétés cotées

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV SBF globaux	DIV estimés	DIV CN entreprises	% div totaux	div % PIB	div tt % PIB	div est % PIB	div est % div totaux	CB/DIV
1945		3,543					0.32		120
1946		3,407					0.14		217
1947		6,840					0.19		114
1948		12,856					0.20		75
1949		24,804					0.29		35
1950		36,034					0.36		21
1951		56,319					0.45		20
1952		64,740					0.44		20
1953		79,803					0.53		20
1954		112,106					0.70		25
1955		95,088					0.55		33
1956		121,509					0.64		30
1957		147,249					0.69		33
1958		175,942					0.72		30
1959		197,830					0.74		42
1960		1,778					0.60		51
1961		1,828					0.57		61
1962		1,893					0.52		62
1963	2,190	2,190	7.99	27.4	0.54	1.97	0.54	27	49
1964	2,444	2,444	8.26	29.6	0.54	1.84	0.54	30	42
1965	2,692	2,692	8.95	30.1	0.56	1.85	0.56	30	36
1966	3,575	3,575	8.78	40.7	0.68	1.68	0.68	41	25
1967	3,891	3,891	9.23	42.2	0.69	1.63	0.69	42	23
1968	4,244	4,244	9.74	43.6	0.69	1.59	0.69	44	24
1969	4,429	4,429	10.65	41.6	0.63	1.52	0.63	42	30
1970	5,244	5,244	15.38	34.1	0.66	1.94	0.66	34	25
1971	6,093	6,093	18.03	33.8	0.69	2.04	0.69	34	21
1972	6,906	6,906	20.20	34.2	0.70	2.04	0.70	34	24
1973	7,622	7,622	24.08	31.7	0.67	2.13	0.67	32	22
1974	7,869	7,869	31.16	25.3	0.60	2.39	0.60	25	16
1975	9,175	9,175	34.48	26.6	0.63	2.35	0.63	27	18
1976	8,981	8,981	37.01	24.3	0.53	2.18	0.53	24	15
1977	9,545	9,545	42.67	22.4	0.50	2.22	0.50	22	14
1978	10,828	10,828	48.69	22.2	0.50	2.23	0.50	22	18
1979	12,403	12,403	56.79	21.8	0.50	2.29	0.50	22	19
1980	15,184	15,184	69.05	22.0	0.54	2.46	0.54	22	17
1981	17,894	17,894	87.95	20.3	0.57	2.78	0.57	20	13
1982	15,340	15,340	91.24	16.8	0.42	2.52	0.42	17	13
1983	15,544	15,544	108.55	14.3	0.39	2.71	0.39	14	22
1984	17,423	17,423	117.61	14.8	0.40	2.70	0.40	15	25
1985	18,923	18,923	144.46	13.1	0.40	3.07	0.40	13	36
1986	21,871	21,871	167.24	13.1	0.43	3.30	0.43	13	53
1987	28,650	28,650	194.67	14.7	0.54	3.65	0.54	15	34
1988	36,785	36,785	216.37	17.0	0.64	3.77	0.64	17	42
1989	46,015	46,015	275.57	16.7	0.75	4.47	0.75	17	48
1990	56,067	56,067	306.15	18.3	0.86	4.70	0.86	18	31
1991	67,447	67,447	347.95	19.4	1.00	5.13	1.00	19	30
1992	72,431	72,431	358.17	20.2	1.03	5.12	1.03	20	27
1993	75,127	75,127	390.99	19.2	1.06	5.52	1.06	19	36
1994	73,410	73,410	409.74	17.9	0.99	5.54	0.99	18	33
1995	82,211	82,211	436.53	18.8	1.07	5.70	1.07	19	30
1996	88,731	88,731	448.99	19.8	1.13	5.70	1.13	20	35
1997	94,843	94,843	488.73	19.4	1.17	6.01	1.17	19	43
1998	130,947	130,947	619.73	21.1	1.53	7.23	1.53	21	42
1999	137,190	137,190	652.42	21.0	1.54	7.34	1.54	21	71
2000		168,809					1.82		60
2001		197,267					2.05		44

Sources :

(1) : Dividendes globaux (avoir fiscal compris) versés par les sociétés cotées - source Année boursière 1964, 1965, 1966, 1967, 1968, :

(2) : Dividendes estimés selon la méthode précisée au tableau précédent, jusqu'en 1962, puis nous reprenons la série (1)

(3) : Dividendes versés par les entreprises françaises selon la Comptabilité nationale, avoir fiscal compris.

(4) : (1)/(3)*100, part des dividendes des sociétés cotées sur les dividendes de l'ensemble des entreprises

(5) : part des dividendes des sociétés cotées sur le PIB

(6) : part des dividendes de la CN sur le PIB

(7) : part des dividendes estimés sur le PIB

(8) : (2)/(3)*100, part des dividendes estimés sur les dividendes totaux

Tableau B-2 : Saisie de dividendes Bourses de Paris

	1900	1905	1910	1913
DIV Cote Officielle	471,504,159	661,015,307	697,912,513	893,907,060
DIV Terme	342,546,626			
DIV Comptant	127,160,033			
DIV DP	1,797,500			
DIV CO sans DP	427,525,938			
DIV CO ord	429,323,438			793,355,549
DIV Coulisse	61,259,247			112,589,138
DIV Coulisse ss dc	59,539,747			109,687,748
Total ss double cotation	531,043,906			1,003,594,808

	1920	1929	1938
DIV Cote Officielle	875,767,533	3,424,908,110	3,506,070,100
DIV Coulisse	207,771,817	696,422,367	563,100,507
DIV Coulisse ss dc	207,771,817	696,422,367	563,100,507
Total ss double cotation	1,083,539,349	4,121,330,477	4,069,170,608

Sources:

Cote Officielle des Agents de Change et Cote du syndicat des banquiers en valeurs, à la fin décembre

Données ESF (M. Petit et P-C Hautcoeur) **provisoires** pour la cote officielle des années 1920, 1929

et 1938 - version 1 (2001). Saisie et calculs de l'auteur pour le reste

Les doubles cotations que nous pouvons constater à la coulisse pour les années 20-38 concernent presque uniquement les valeurs cotées à Lille pour lesquelles nous n'avons pas les dividendes.

Tableau B-3: Données fiscales - IRVM et Timbre

	(1) actions des stés sociétés fr	(2) obligations et emprunts	(3) parts commandites	(4) actions et parts	(5) revenus de collectivités	(6) actions Saint-Marc	(7) parts tantièmes	(8) dividendes et parts	(9) Timbre	(10) droits perçus
1900	823.1	873.5	55.5	878.6	28.6	800	200	1000	36,156,887	27,989
	839.2	914.8	58.1	897.3	32	800	200	1000	35,014,758	33,085
	769.7	927.4	55.5	825.2	33.3	700	200	900	39,010,433	36,086
	770.4	922.8	57.7	828.1	31.3	700	200	900	39,703,080	43,185
	821.1	951.2	59	880.1	24.7	800	200	1000	39,492,204	39,452
1905	859.4	916.0	58.8	918.2	18.3	800	200	1000	39,394,268	35,951
	936.5	957.8	61.1	997.6	20.1	900	200	1100	42,105,520	46,510
	1,108.3	964.2	70.3	1,178.6	18.2	1,100	200	1300	42,834,917	48,531
	1,038.9	999.7	66.3	1,105.2	20	1,000	200	1200	42,947,803	36,848
	1,038.5	1,036.1	63.4	1,101.9	19.1	1,000	300	1300	45,727,278	74,731
1910	1,112.7	1,059.2	64.6	1,177.3	18	1,100	300	1400	45,603,142	69,854
	1,202.5	1,100.5	68.4	1,270.9	19	1,200	300	1500	48,945,292	54,664
	1,260.7	1,271.8	72.5	1,333.2	18.9	1,200	300	1500	50,167,436	43,638
1913	1,396.0	1,302.9	75.2	1,471.2	18.9	1,300	400	1700	53,950,719	53,539
	1,252.3	1,242.3	54.2	1,306.5	17	1,200	700	1900	51,063,002	65,595
	865.4	1,121.4	42.5	907.9	16.2	800	300	1100	49,211,171	47,318
	1,112.0	1,285.0	41.2	1,153.2	14.5	1,100	300	1400	49,166,851	48,079
	173.0	1,417.8	59.2	232.2	17.3	1,700	300	2000		48,380
1919										47,778
1920						3,200		3200		60,730
1921	3,507.8	2,497.3	113.6	3,621.4	12.6	3,500	400	3900		86,339
1922	3,291.4	3,363.4	187.6	3,479.0	19	3,200	400	3600		92,198
1923	3,905.0	3,985.0	143.3	4,048.3	19.7	3,900	400	4300		103,871
1924						3,000		5500		142,440
1925						4,100		6800		160,438
1926						4,900		7800		195,503
1927						5,800		9000		278,200
1928						6,400		9000		337,736
1929						7,000		10000		347,868
1930						7,000		9000		392,242
1931						6,500		7800		376,540
1932						6,500		6000		369,442
1933						5,500		5500		
1934						6,300		6300		
1935						5,500		5500		
1936						6,520		6520		
1937						7,250		7250		
1938						8,000		8000		

Sources :

Pour les données de l'IRVM: Annuaire statistique de la France, 1932, vol 48 (p144*, résumé rétrospectif, tableau XI) d'après

Comptes définitifs des recettes et bulletin de statistique et de législation comparée.

note: Taxe sur le revenu des valeurs mobilières établie par la loi du 29 juin 1872 et fixée alors à 3 %, élevée à 4 % par la loi de finance du 26 décembre 1890

à 5 % par la loi du 30 décembre 1916; à 10 % par la loi du 25 juin 1920. Non compris les revenus des fonds d'Etats étrangers et des valeurs mobilières

non abonnées (1,015 millions en 1915) soumis à l'impôt sur le revenu par la loi du 29 mars 1914. pour 1921 les actions comprennent les parts de fondateur.

Pour les données du Timbre : tableau XVI, p 134* et 135* "divers produits du Timbre et valeurs sur lesquelles les droits sont assis

(1): Revenus taxés par l'IRVM dans la catégorie actions françaises

(2): Revenus taxés par l'IRVM dans la catégorie obligations françaises

(3): Revenus taxés par l'IRVM dans la catégorie parts et commandites

(4): (1)+(3)

(5): Revenus taxés par l'IRVM dans la catégorie revenu de certaines collectivités

(6) : Dividendes totales estimées à partir des données de l'IRVM, par M. Saint-Marc (1974) complétées par Dugé de Bernonville et Malissen pour 1920 et 1932-1938

(7): Revenus des parts et tantièmes selon M. Saint-Marc (1974)

(8): (6) + (7)

(9): Revenu taxés par le timbre

(10): droits perçus par le timbre

Tableau B-4 : Ratios de dividendes et l'effet champ

	(1) DIV cotés	(2) DIV PIB	(3) CB/div	(4) log Div/PIB	(5) log CB/div	(6) CB/PIB	(7) logCB/PIB	(8) part champ
1900	715.840	0.020	26.316	- 1.703	1.420	0.522	- 0.282	0.545
1901	807.723	0.024	24.096	- 1.626	1.382	0.570	- 0.244	0.541
1902	844.974	0.025	23.753	- 1.609	1.376	0.585	- 0.233	0.539
1903	845.034	0.024	24.450	- 1.628	1.388	0.575	- 0.240	0.540
1904	906.731	0.025	23.419	- 1.609	1.370	0.576	- 0.240	0.540
1905	876.084	0.023	24.876	- 1.638	1.396	0.573	- 0.242	0.540
1906	903.842	0.024	24.570	- 1.628	1.390	0.579	- 0.238	0.539
1907	983.564	0.023	22.989	- 1.629	1.362	0.540	- 0.267	0.545
1908	1,009.845	0.025	22.779	- 1.610	1.358	0.559	- 0.253	0.543
1909	977.524	0.023	23.923	- 1.643	1.379	0.544	- 0.264	0.544
1910	962.214	0.023	24.691	- 1.642	1.393	0.563	- 0.250	0.541
1911	986.834	0.021	25.253	- 1.669	1.402	0.541	- 0.267	0.543
1912	1,008.238	0.020	25.840	- 1.705	1.412	0.509	- 0.293	0.547
1913	1,119.120	0.022	24.570	- 1.657	1.390	0.541	- 0.267	0.544
1920	900.258	0.006	32.573	- 2.248	1.513	0.184	- 0.736	0.598
1921	1,257.872	0.010	23.866	- 2.010	1.378	0.233	- 0.632	0.593
1922	1,679.053	0.011	23.585	- 1.979	1.373	0.248	- 0.606	0.590
1923	1,905.114	0.010	30.211	- 1.998	1.480	0.303	- 0.518	0.574
1924	2,075.224	0.009	29.851	- 2.066	1.475	0.256	- 0.591	0.584
1925	2,920.454	0.011	25.253	- 1.959	1.402	0.277	- 0.557	0.583
1926	3,248.908	0.010	26.882	- 2.008	1.429	0.264	- 0.578	0.584
1927	4,119.991	0.012	28.736	- 1.920	1.458	0.346	- 0.461	0.568
1928	4,816.880	0.014	35.971	- 1.869	1.556	0.487	- 0.313	0.546
1929	5,149.511	0.013	37.037	- 1.891	1.569	0.477	- 0.322	0.547
1930	4,718.401	0.012	29.674	- 1.920	1.472	0.357	- 0.447	0.566
1931	3,911.984	0.011	22.779	- 1.971	1.358	0.244	- 0.613	0.592
1932	5,042.396	0.016	21.692	- 1.798	1.336	0.346	- 0.461	0.574
1933	4,022.988	0.013	26.455	- 1.891	1.423	0.340	- 0.468	0.571
1934	3,551.240	0.012	24.691	- 1.923	1.393	0.295	- 0.530	0.580
1935	3,466.133	0.012	26.667	- 1.907	1.426	0.330	- 0.481	0.572
1936	4,055.017	0.014	25.253	- 1.841	1.402	0.364	- 0.439	0.568
1937	3,258.717	0.009	30.675	- 2.030	1.487	0.286	- 0.543	0.577
1938	4,899.359	0.012	23.310	- 1.907	1.368	0.289	- 0.540	0.582
1945	3,542.632	0.003	120.482	- 2.493	2.081	0.387	- 0.412	0.545
1946	3,406.508	0.001	217.391	- 2.855	2.337	0.304	- 0.517	0.550
1947	6,840.277	0.002	113.636	- 2.725	2.056	0.214	- 0.670	0.570
1948	12,855.748	0.002	74.627	- 2.708	1.873	0.146	- 0.835	0.591
1949	24,803.663	0.003	35.211	- 2.534	1.547	0.103	- 0.988	0.621
1950	36,034.495	0.004	20.790	- 2.441	1.318	0.075	- 1.124	0.649
1951	56,319.053	0.004	20.408	- 2.347	1.310	0.092	- 1.037	0.642
1952	64,740.000	0.004	20.243	- 2.353	1.306	0.090	- 1.047	0.643
1953	79,802.505	0.005	20.121	- 2.277	1.304	0.106	- 0.973	0.636
1954	112,105.516	0.007	25.253	- 2.154	1.402	0.177	- 0.752	0.606
1955	95,088.295	0.006	33.445	- 2.256	1.524	0.186	- 0.732	0.597
1956	121,509.221	0.006	29.586	- 2.191	1.471	0.190	- 0.720	0.598
1957	147,249.200	0.007	33.223	- 2.160	1.521	0.230	- 0.638	0.587
1958	175,942.179	0.007	30.211	- 2.145	1.480	0.216	- 0.665	0.592
1959	197,830.137	0.007	42.194	- 2.131	1.625	0.312	- 0.505	0.567
1960	1,778.442	0.006	51.020	- 2.222	1.708	0.306	- 0.514	0.565
1961	1,827.990	0.006	61.350	- 2.248	1.788	0.347	- 0.460	0.557
1962	1,893.427	0.005	62.112	- 2.280	1.793	0.326	- 0.487	0.560
1963	2,190.000	0.005	48.501	- 2.267	1.686	0.262	- 0.581	0.574
1964	2,443.544	0.005	41.904	- 2.264	1.622	0.228	- 0.642	0.583
1965	2,692.184	0.006	35.902	- 2.254	1.555	0.200	- 0.699	0.592
1966	3,574.675	0.007	25.080	- 2.166	1.399	0.171	- 0.766	0.607
1967	3,890.929	0.007	23.029	- 2.162	1.362	0.158	- 0.800	0.613
1968	4,243.591	0.007	23.603	- 2.161	1.373	0.163	- 0.788	0.611
1969	4,429.000	0.006	29.541	- 2.199	1.470	0.187	- 0.729	0.599
1970	5,244.000	0.007	25.051	- 2.180	1.399	0.166	- 0.781	0.609
1971	6,093.000	0.007	21.182	- 2.162	1.326	0.146	- 0.836	0.620
1972	6,906.000	0.007	23.701	- 2.156	1.375	0.166	- 0.781	0.611
1973	7,622.000	0.007	22.019	- 2.171	1.343	0.149	- 0.828	0.618
1974	7,869.000	0.006	15.561	- 2.219	1.192	0.094	- 1.027	0.651
1975	9,175.000	0.006	17.592	- 2.204	1.245	0.110	- 0.959	0.639
1976	8,981.000	0.005	15.496	- 2.277	1.190	0.082	- 1.087	0.657
1977	9,545.000	0.005	14.010	- 2.303	1.146	0.070	- 1.157	0.668
1978	10,828.000	0.005	18.096	- 2.304	1.258	0.090	- 1.047	0.647
1979	12,403.000	0.005	18.566	- 2.301	1.269	0.093	- 1.032	0.645
1980	15,184.000	0.005	16.961	- 2.267	1.229	0.092	- 1.038	0.648
1981	17,894.000	0.006	12.728	- 2.248	1.105	0.072	- 1.143	0.670
1982	15,340.000	0.004	13.491	- 2.374	1.130	0.057	- 1.244	0.677
1983	15,544.000	0.004	21.796	- 2.411	1.338	0.085	- 1.073	0.643
1984	17,423.000	0.004	24.766	- 2.399	1.394	0.099	- 1.005	0.632
1985	18,923.000	0.004	35.687	- 2.395	1.553	0.144	- 0.843	0.607
1986	21,871.000	0.004	52.595	- 2.365	1.721	0.227	- 0.644	0.579
1987	28,650.000	0.005	33.775	- 2.270	1.529	0.181	- 0.742	0.598
1988	36,785.000	0.006	41.785	- 2.193	1.621	0.268	- 0.572	0.575
1989	46,015.000	0.007	47.620	- 2.127	1.678	0.356	- 0.449	0.559
1990	56,067.000	0.009	30.991	- 2.065	1.491	0.267	- 0.574	0.581
1991	67,447.000	0.010	29.560	- 2.002	1.471	0.294	- 0.531	0.577
1992	72,431.000	0.010	26.668	- 1.985	1.426	0.276	- 0.559	0.582
1993	75,127.000	0.011	35.798	- 1.974	1.554	0.380	- 0.420	0.560
1994	73,410.000	0.010	32.863	- 2.003	1.517	0.326	- 0.486	0.569
1995	82,211.000	0.011	29.743	- 1.969	1.473	0.319	- 0.496	0.572
1996	88,731.000	0.011	34.691	- 1.948	1.540	0.391	- 0.408	0.558
1997	94,843.000	0.012	42.879	- 1.933	1.632	0.500	- 0.301	0.542
1998	130,947.000	0.015	42.297	- 1.816	1.626	0.647	- 0.189	0.528
1999	137,190.127	0.015	71.386	- 1.812	1.854	1.102	0.042	0.494
2000	168,808.566	0.018	59.880	- 1.741	1.777	1.088	0.036	
2001	197,267.261	0.021	43.860	- 1.687	1.642	0.901	- 0.045	

Sources :

(1): Dividendes des sociétés cotées estimés par le rendement (série (3) du tableau B-1)

(2): ratio dividendes sur PIB

(3): price-dividend ratio, rapport de la capitalisation boursière aux dividendes

(4): log (2)

(5): log (3)

(6): ratio de la capitalisation au PIB

(7): log (6)

(8): Part de l'effet champ, (4)/((4)-(6))

Tableau B-5 : Dividendes de l'entre-deux-guerre de la Cote Officielle

	(1) div CO (ESF)	(2) DIV/CAPI	(3) Div Dugé	(4) Div Saint-Marc	(5) Bénéfices distribués	(6) Bénéfices distribués	(7) Part div coté
1919	875.77						
1920	1,023.21	4.36	3,200				31.98
1921	1,029.61	4.26	4,000	3,500	3903	3,255	25.74
1922	1,317.48	4.11	3,900	3,200	3742	2,976	33.78
1923	1,551.34	3.31	4,400	3,900	4323	3,627	35.26
1924	1,962.14	3.86	5,500	3,000	5957	2,790	35.68
1925	2,355.77	3.87	6,800	4,100	7288	3,813	34.64
1926	2,524.31	3.48	7,800	4,900	8589	4,557	32.36
1927	3,174.89	3.19	9,000	5,800	9168	5,394	35.28
1928	3,424.91	2.35	9,000	6,400	10292	5,952	38.05
1929	4,072.60	2.54	10,000	7,000	11823	6,510	40.73
1930	3,822.78	3.25	9,000	7,000	11441	6,510	42.48
1931	3,303.28	4.41	7,800	6,500	9121	6,045	42.35
1932	3,104.05	3.38	6,000	6,500	5335	6,045	51.73
1933	2,810.94	3.14	5,500		6000		51.11
1934	2,771.46	3.76	6,300		6884		43.99
1935	2,543.16	3.28	5,500		6305		46.24
1936	2,824.83	3.28	6,520		7507		43.33
1937	3,506.07	4.18	7,250		8300		48.36
1938			8,000		11650		

Sources:

(1): Muriel Petit - PC Hautcoeur, données ESF **provisoires** - document de travail "Inventaire des titres cotés à pendant l'entre-deux-guerres - version 1 (2001). L'année (t) correspondant aux dividendes du fichier ne corres de versement (t+1) mais de l'exercice (t). L'information dans le document d'origine figurant en (t+1) - millions d Dans cette version provisoire des données ESF, tous les contrôles d'usage n'ont pas été faits.

(2): Rendement estimé des actions, (4)=(1)/"capitalisation boursière"*100

(3): Estimation par Dugé de Bernonville des dividendes versés par les sociétés françaises (cf. Dugé de Bernor (1931, p.954; 1935, p.606; 1937, pp.547 et 549; 1939, pp.983, 988 et 990) - série issue de T. Piketty (1999), Tableau 13, Annexe G, p 715

Précisément, Dugé de Bernonville possède (il n'indique pas la source) un chiffre pour 1913 de 1400 millions d de dividendes, et il écrit dans son article de 1931 (pp 953-954) "il est possible de l'estimer [le montant des divi] approximativement en tenant compte des statistiques publiées avant la guerre, des émissions annuelles et du général des valeurs"

Ce n'est que dans ses articles de 1937 et 1939 qu'il cite la source fiscale permettant la distinction entre divider

(4): Revenu taxé de l'IRVM des actions françaises, Michèle Saint-Marc (1974)

(5): Bénéfices distribués des sociétés françaises d'après l'évaluation de Malissen (1953)

(6): Estimation des dividendes reçus par les ménages. Dugé de Bernonville estime à 7 % la part du total versé donc (6) = 0,93*(4)

(7): Part des dividendes totales distribuées par des sociétés cotées (6)=(2)/(5)*100

Tableau B-6 : Masse des dividendes selon SBF-Euronext (1963-1999)

Année	Premier marché		Second marché		Nouveau Marché		Marché libre		TOTAL	
	Nette	Globale	Nette	Globale	Nette	Globale	Nette	Globale	Nette	Globale
1963	1,782	2,190							1,782	2,190
1964	1,970	2,444							1,970	2,444
1965	2,100	2,692							2,100	2,692
1966	2,426	3,575							2,426	3,575
1967	2,633	3,891							2,633	3,891
1968	2,885	4,244							2,885	4,244
1969	3,012	4,429							3,012	4,429
1970	3,579	5,244							3,579	5,244
1971	4,186	6,093							4,186	6,093
1972	4,757	6,906							4,757	6,906
1973	5,271	7,622							5,271	7,622
1974	5,472	7,869							5,472	7,869
1975	6,393	9,175							6,393	9,175
1976	6,320	8,981							6,320	8,981
1977	6,725	9,545							6,725	9,545
1978	7,661	10,828							7,661	10,828
1979	8,721	12,403							8,721	12,403
1980	10,709	15,184							10,709	15,184
1981	12,528	17,894							12,528	17,894
1982	10,918	15,340							10,918	15,340
1983	11,141	15,544	NS	NS					11,141	15,544
1984	12,480	17,423	NS	NS					12,480	17,423
1985	13,545	18,923	NS	NS					13,545	18,923
1986	15,654	21,871	NS	NS					15,654	21,871
1987	20,240	28,650	NS	NS					20,240	28,650
1988	25,654	36,785	NS	NS					25,654	36,785
1989	31,933	46,015	NS	NS					31,933	46,015
1990	38,894	56,067	NS	NS					38,894	56,067
1991	42,727	62,286	3,549	5,161					46,276	67,447
1992	46,516	67,534	3,419	4,897					49,935	72,431
1993	48,387	70,349	3,321	4,778					51,708	75,127
1994	46,910	69,141	2,932	4,269					49,842	73,410
1995	51,963	76,905	3,613	5,306					55,576	82,211
1996	55,136	81,343	5,005	7,388					60,141	88,731
1997	60,023	89,175	3,835	5,648	11	17	2	3	63,871	94,843
1998	84,882	123,633	4,141	6,117	13	20	801	1,177	89,837	130,947
1999	84,992	126,941	4,749	6,953	45	69	2,985	3,227	92,771	137,190

Sources : L'Année boursière 1963, 1964, 1965, 1968, 1993 (disquette annexe), 1999

Les données pour 1999 saisies en euro, puis converties au taux officiel de 6,55957

Etrangement entre 1983 et 1990, l'année boursière ne donne pas de données pour le second marché

Les dividendes nets sont ceux effectivement versés par les entreprises, les dividendes globaux sont calculés en les augmentant de l'avoir fiscal - en millions de Francs

Tableau B-7 : Nombre de sociétés ayant versé des dividendes

Année	Premier marché		second marché		Nouveau Marché	Marché libre	TOTAL	
	Ayant versé	% du total	Ayant versé	% du total	Ayant versé	Ayant versé	Ayant versé	% du total
1963	831						831	
1964	1187	75.9					1187	75.9
1965	1146	74.5					1146	74.5
1966	1099	72.6					1099	72.6
1967	1083	75.9					1083	75.9
1968	1051	74.3					1051	74.3
1969	907	77.5					907	77.5
1970	893	78.9					893	78.9
1971	851	81.4					851	81.4
1972	839	83.0					839	83.0
1973	830	81.5					830	81.5
1974	777	81.0					777	81.0
1975	747	79.4					747	79.4
1976	706	78.8					706	78.8
1977	691	78.8					691	78.8
1978	658	77.4					658	77.4
1979	626	77.5					626	77.5
1980	648	81.6					648	81.6
1981	610	80.3					610	80.3
1982	533	74.3					533	74.3
1983	503	72.2	40	NS			503	NS
1984	486	72.5	64	88.9			486	65.5
1985	471	72.9	74	58.3			471	60.9
1986	475	74.3	126	70.0			475	58.0
1987	490	76.9	161	62.4			490	54.7
1988	492	80.4	225	NS			492	NS
1989	514	84.3	236	NS			514	NS
1990	479	82.9	236	81.1			479	55.1
1991	444	80.6	220	76.4			664	79.1
1992	402	78.1	207	76.4			609	77.5
1993	336	71.2	176	69.3			512	70.5
1994	310	67.5	159	60.0			469	64.8
1995	327	73.6	190	71.4			517	72.8
1996	310	76.2	197	70.4			507	71.5
1997	278	73.9	206	67.1	3	3	490	66.2
1998	274	79.4	230	63.2	5	57	566	61.9
1999	113	34.3	132	36.0				
2000		310						

Source: Annuaire boursier 1964,1965,1966, 1967, 1968, 1993 (disquette annexe), 1997, 1999

Tableau B-8 : Paiement du dividende en titre selon SBF

	nombre de sociétés		montant réalisé	nombre de sociétés		montant réalisé
	ayant versé	ayant offert le paiement en titres		ayant versé	ayant offert le paiement en titres	
	premier marché			second marché		
1983	503	10	376	40	-	-
1984	486	23	616	64	4	24
1985	471	35	1,332	74	7	45
1986	475	40	1,323	126	16	98
1987	490	37	1,122	161	16	189
1988	492	40	2,830	225	17	178
1989	514	62	6,034	236	27	476
1990	479	90	8,370	236	38	646
1991	444	109	11,276	220	52	1,003
1992	402	86	9,259	207	50	642
1993	336	60	14,071	176	34	813
1994	310	66	16,385	159	28	443
1995	327	70	20,920	190	31	567
1996	310	63	16,476	197	34	433
1997	278	35	8,617	206	28	336
1998	274	15	2,604	230	22	197
1999	252	7	243	262	17	25

Source: Annuaire boursier 1993 (disquette annexe), 1998, 1999 (CD-rom)

Unité: millions de francs, millions d'euros pour 1999

Tableau B-9 : Dividendes selon base AFFI

	CB AFFI	CB France	Div AFFI	Div France
1977	105,936	135,950	5,399	6,502
1978	161,624	198,796	6,534	7,385
1979	189,996	234,843	7,685	8,426
1980	228,760	265,849	10,066	10,342
1981	183,327	233,264	11,747	12,124
1982	181,983	210,674	10,143	10,523
1983	294,368	338,721	10,419	10,758
1984	378,426	431,495	12,372	12,009
1985	568,707	675,308	13,653	13,060
1986	967,832	1,150,300	17,291	15,096
1987	789,882	967,669	21,634	19,520
1988	1,444,135	1,537,062	28,387	24,898
1989	2,062,065	2,191,596	37,246	31,053
1990	1,610,207	1,737,600	43,431	37,845
1991	1,840,378		22,201	

Source: Hamon-Jacquillat (1993), p 21: estimations à la dernière séance de bourse de l'année, en les sources officielles pour les dividendes sont incomplètes; l'année boursière publie la masse de seulement 443 émetteurs en 1990 (dividendes France issues de l'année boursière)

Sont exclues les valeurs étrangères cotées en France et les titres du hors-cote.

Tableau B-10 : Données de la comptabilité nationale concernant les dividendes

	Emplois - dividendes versés						Ressources-dividendes reçus		
	(1) SQS	(2) Finances	(3) Assurances	(4) TOTAL	(5) TOTAL €	(6) TOTAL FF	(7) SQS	(8) Ménage	(9) Inst Fin
1965				9,690		9,183			
1966				9,504		9,007			
1967				10,129		9,599			
1968				10,512		9,962			
1969				11,758		11,143			
1970	13,849	3074	238	17,161		16,263	2,577	16,549	774
1971	15,568	3819	282	19,669		18,640	3,324	18,432	929
1972	17,539	4207	411	22,157		20,997	3,592	20,216	1,222
1973	21,706	4859	544	27,109		25,690	5,297	21,610	1,463
1974	25,644	7975	837	34,456		32,653	6,739	27,552	2,002
1975	26,654	7196	741	34,591		32,781	8,216	29,499	2,383
1976	28,069	7884	815	36,768		34,844	10,306	31,450	3,161
1977	34,464	9165	1034	44,663		42,325	12,356	35,815	4,098
1978	40,761	9877	736	51,374	7,422	48,685	15,334	40,517	3,811
1979	47,643	11074	875	59,592	8,657	56,786	17,841	48,570	4,639
1980	58,127	13502	902	72,531	10,526	69,046	24,395	53,861	7,058
1981	73,380	18224	990	92,594	13,408	87,951	30,190	63,489	8,837
1982	74,828	18,250	1,078	94,156	13,909	91,237	30,359	47,078	11,777
1983	87,158	24,825	1,203	113,186	16,548	108,548	36,149	59,776	9,897
1984	98,506	30,889	1,320	130,715	17,929	117,607	45,570	65,574	11,632
1985	105,211	48,432	1,977	155,620	22,023	144,461	51,397	77,780	20,398
1986	118,344	67,879	2,503	188,726	25,496	167,243	63,707	90,701	25,032
1987	139,332	83,969	2,963	226,264	29,677	194,668	68,017	116,168	22,825
1988	160,055	100,236	3,088	263,379	32,985	216,367	73,396	133,920	26,592
1989	205,730	131,555	3,218	340,503	42,010	275,568	87,792	166,680	30,078
1990	233,412	174,258	5,066	412,736	46,672	306,148	145,507	178,200	47,254
1991	264,892	202,893	8,117	475,902	53,044	347,946	178,551	218,805	52,367
1992	283,472	234,124	8,790	526,386	54,603	358,172	211,394	243,041	51,346
1993	320,994	190,634	8,584	520,212	59,606	390,990	246,047	202,478	47,132
1994	337,902	164,749	7,877	510,528	62,465	409,744	235,364	193,818	45,098
1995	375,800	162,628	6,984	545,412	66,549	436,533	263,005	195,091	51,462
1996	419,030	149,336	10,516	578,882	68,448	448,989	300,780	185,479	47,235
1997	502,070	138,023	12,128	652,221	74,507	488,734	334,946	212,409	63,030
1998				618,151	94,477	619,728		239,978	
1999				648,785	99,461	652,421		255,443	
2000					117,940	773,636			
2001					133,236	873,971			

Sources : Comptes et Indicateurs économiques, "Rapport sur les comptes de la Nation 1997" INSEE Résultats, Economie Générale, n° 607-608-609, juin 1998, p 143 pour les SQS et TEE pour le reste

Comptes et Indicateurs économiques, "Rapport sur les comptes de la Nation 1989" INSEE Résultats, Economie Générale, n° 64-65-66, juin 1990, comptes de secteurs

Pour les années 1970 à 1981, les données sont issues de la base 71, à l'exception des dividendes versés par les SQS, dont le montant est précisé dans les Comptes nationaux récents

Rapport sur les Comptes de la Nation 1985, Collections INSEE C 131-132, comptes et planification "les comptes et les agrégats", secteurs base 7

Rapport sur les Comptes de la Nation 1977, Collections INSEE C 62-63, comptes et planification "les comptes et les agrégats", secteurs base 7

Pour les années 1965 à 1969, les données sont issues du Rapport sur les Comptes de la Nation 1969, Collections INSEE C , comptes et planification "les comptes et les agrégats", secteurs base 62: dans cette base, les entreprises d'assurance sont comptabilisées avec les institutions financières- en millions de francs

(1): Montant des dividendes versés par les sociétés et quasi-sociétés

(2): Montant des dividendes versés par les sociétés financières

(3): Montant des dividendes versés par les sociétés d'assurance

(4): total des entreprises françaises, dans les différentes bases, avec réropolation

(5): total en euros de la base 95, d'après l'INSEE (Guy Violin)

(6): total en francs de la base 95, avec réropolation pour 1965-1977

(7): Montant des dividendes reçus par les sociétés et quasi-sociétés

(8): Montant des dividendes reçus par les sociétés financières

(9): Montant des dividendes reçus par les sociétés d'assurance

Annexe C: Nombre de sociétés cotées

Tableau C-1: Nombre de sociétés cotées à la Cote Officielle de la bourse de Paris au XIXe siècle

	(1) Sociétés de CO	(2) Population	(3) Stés/h
1802	1	27.3	0.04
1805	2	29.1	0.07
1810	3	29.6	0.10
1815	2	30.0	0.07
1820	9	30.5	0.30
1825	14	31.9	0.44
1830	16	32.6	0.49
1835	20	33.6	0.60
1840	33	34.2	0.96
1845	56	35.4	1.58
1850	49	35.8	1.37
1855	48	36.0	1.33
1860	54	37.4	1.44
1865	47	38.1	1.23
1870	93	36.1	2.58
1880	233	37.7	6.18
1890	256	38.3	6.68
1900	255	39.0	6.54

Sources :

(1): Nombre de sociétés cotées à la Cote Officielle de la bourse de Paris d'après Pedro Arbulu (1998)

(2): On a pris les chiffres du recensement officiel qui a lieu l'année suivant (ou précédant) les données récoltées par P. Arbulu (en 1801, 1806...)

Les chiffres du recensement ont été trouvés dans Maurice Garden "La dynamique de la population française" in Histoire de la population française tome 3 1789-1914 (PUF)

Pour les années 1810 et 1815 (il n'y a pas eu de recensement en 1811 et 1816) on a fait une estimation par interpolation linéaire.

(3): (1)/(2)

Tableau C-2 : Nombre de sociétés cotées par million d'habitants selon Rajan et Zingales

	(1): France	(2): US	(3): GB	(4): All
1913	13.29	4.75	47.06	27.96
1929	NE	9.72		19.73
1938	24.64	9.16		10.91
1950	26.2	8.94		13.22
1960	18.34	9.33		11.33
1970	15.98	11.48		9.07
1980	13.99	23.11	47.22	7.46
1990	15.05	26.41	29.63	6.53
1999		28.88	31.11	12.74

Source : tableau 5, p 63, Rajan & Zingales NBER 2001

Tableau C-3 : Nombre de sociétés françaises cotées 1900-1913

	1900	1905	1910	1913
Cote Officielle	281			490
Lille	91			122
Lille ss dc	83			
Coulisse	188			285
Coulisse ss dc	173			270
Estimation reste	200			300
Paris total	454			760
TOTAL ss dc	737.00			1,182.00
POP	38.49			39.34
Nbre Sté/pop	19.15			30.05

Sources : saisie de l'auteur

Cote officielle et cote du Syndicat des valeurs en banque

Tableau C-4 : Nombre de sociétés cotées 1938 et 1945-1965, INSEE

	(1) Métropole	(2) Outre-mer	(3) Etranger	(4) TOTAL	(5) TOTAL (avec nationalisés)	(6) Population	(7) total/h	(8) Métropole/h
1938	774	189	68	1031	1181	41.216	25	19
1945	766	194	49	1009	1166	36.753	27	21
1946	793	197	50	1040	1195	40.125	26	20
1947	840	205	50	1095	1250	40.448	27	21
1948	903	214	52	1169	1324	40.911	29	22
1949	924	219	52	1195	1333	41.313	29	22
1950	921	223	53	1197	1262	41.647	29	22
1951	950	228	56	1234	1234	42.010	29	23
1952	951	226	51	1228	1228	42.301	29	22
1953	950	220	51	1221	1221	42.618	29	22
1954	963	223	50	1236	1236	42.885	29	22
1955	977	224	45	1246	1246	43.228	29	23
1956	958	209	41	1208	1208	43.627	28	22
1957	947	200	39	1186	1186	44.059	27	21
1958	943	196	37	1176	1176	44.563	26	21
1959	946	194	36	1176	1176	45.015	26	21
	(1)	(2) Hors métropole		(4)		(5)	(6)	(7)
1960	930		204	1134	1134	45.4648	25	20
1961	931		189	1120	1120	45.9037	24	20
1962	856		130	986	986	46.422	21	18
1963	968		33	1001	1001	47.5734	21	20
1964	965		32	997	997	48.1344	21	20
1965	957		32	989	989	48.5618	20	20

Sources : Annuaire Statistique de la France, récapitulatif 1966, p 532-546

1945-1954 INSEE

1955-1959 Chambre syndicale des agents de change et Chambre des courtiers en valeurs mobilières

1960 : Chambre syndicale des agents de change et Chambre des courtiers en valeurs mobilières

1961-1965 : Chambre syndicale des agents de change

(1): Nombre de sociétés françaises ayant leur activité principale en métropole cotées à la bourse de Paris

(2): Nombre de sociétés françaises ayant leur activité principale outre-mer cotées à la bourse de Paris

(3): Nombre de sociétés françaises ayant leur activité principale à l'étranger cotées à la bourse de Paris

(4): Nombre de sociétés françaises cotées à la bourse de Paris, soit (1)+(2)+(3)

(5): Population métropolitaine au 1er janvier, série T. Piketty, voir référence tableau C-2

(6): (4)/(5)

(7): (1)/(5)

Tableau C-5: Nombre de sociétés cotées à la bourse de Paris par territoire des sociétés françaises exploitant outre-mer

Territoire	Marché	1938	1945	1946	1947	1948	1949	1950
Afrique du Nord	CO	43	42	42	45	48	51	53
	CV	29	25	25	26	28	29	29
	TOTAL	72	67	67	71	76	80	82
Afrique tropical	CO	20	19	19	18	20	20	22
	CV	18	19	19	24	25	25	24
	TOTAL	38	38	38	42	45	45	46
Indochine	CO	35	36	35	35	35	35	33
	CV	17	25	25	26	27	27	27
	TOTAL	52	61	60	61	62	62	60
Madagascar	CO	7	7	8	8	9	9	9
	CV	4	3	7	6	6	6	7
	TOTAL	11	10	15	14	15	15	16
Divers	CO	12	12	12	12	12	12	14
	CV	4	6	5	5	5	5	5
	TOTAL	16	18	17	17	17	17	19
TOTAL		189	194	197	205	215	219	223

Source :

Bulletin Mensuel de Statistique 1951, nouvelle série, n°4, avril 1951, p 45

Tableau C-6: Evaluation du nombre de sociétés par actions (1900-1930)

	(1) C	(2) D	(3) différence	(4) total
1900	1138	326	812	8,727
1901	964	372	592	9,539
1902	919	415	504	10,131
1903	855	384	471	10,635
1904	892	352	540	11,106
1905	1112	419	693	11,646
1906	1111	368	743	12,339
1907	1391	421	970	13,082
1908	1364	452	912	14,052
1909	1319	491	828	14,964
1910	1678	469	1209	15,792
1911	1724	537	1187	17,001
1912	1758	627	1131	18,188
1913	1566	642	924	19,319
1914				20,243
1915				20,243
1916				20,243
1917				20,243
1918				20,243
1919	3111	688	2423	20,243
1920	4000		4000	22,666
1921	2508	1034	1474	24,140
1922	2467	1098	1369	25,509
1923	3055	1111	1944	27,453
1924	3435	1016	2419	29,872
1925	3477	905	2572	32,444
1926	2583	865	1718	34,162
1927	2307	508	1799	35,961
1928	2971	683	2288	38,249
1929	3130	933	2197	40,446
1930	3057	1236	1821	42,267

Sources : Annuaire statistique de la France 1966

(1): Constitution de sociétés par actions, d'après l'Annuaire

(2): Dissolution de sociétés par actions

(3): (1)-(2)

(4): Evaluation du total des sociétés par actions à partir du chiffre de 1921, donné par l'Annuaire statistique de la France 1922 - il s'agit bien sûr d'une approximation, car nous n'avons de données pour la période de guerre

Tableau C-7: Nombre de sociétés cotées (y-compris nationalisées) 1938-1955

1938	CO	CV	TOTAL
Métropole	516	258	774
Outre-mer	117	72	189
Etranger	43	25	68
Nationalisé	128	22	150
TOTAL (hors TOTAL)	676	355	1,031
TOTAL	804	377	1,181

1946	CO	CV	TOTAL
Métropole	536	257	793
Outre-mer	116	81	197
Etranger	33	17	50
Nationalisé	131	24	155
TOTAL (hors TOTAL)	685	355	1,040
TOTAL	816	379	1,195

1948	CO	CV	TOTAL
Métropole	590	313	903
Outre-mer	123	91	214
Etranger	34	18	52
Nationalisé	131	24	155
TOTAL (hors TOTAL)	747	422	1,169
TOTAL	878	446	1,324

1950	CO	CV	TOTAL
Métropole	602	319	921
Outre-mer	131	92	223
Etranger	36	17	53
Nationalisé	54	11	65
TOTAL (hors TOTAL)	769	428	1,197
TOTAL	823	439	1,262

1952	CO	CV	TOTAL
Métropole	623	328	951
Outre-mer	129	97	226
Etranger	33	18	51
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	785	443	1,228
TOTAL			

1954	CO	CV	TOTAL
Métropole	609	351	960
Outre-mer	127	96	223
Etranger	32	18	50
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	768	465	1,233
TOTAL			

1945	CO	CV	TOTAL
Métropole	531	235	766
Outre-mer	116	78	194
Etranger	33	16	49
Nationalisé	131	26	157
TOTAL (hors TOTAL)	680	329	1,009
TOTAL	811	355	1,166

1947	CO	CV	TOTAL
Métropole	556	284	840
Outre-mer	118	87	205
Etranger	33	17	50
Nationalisé	131	24	155
TOTAL (hors TOTAL)	707	388	1,095
TOTAL	838	412	1,250

1949	CO	CV	TOTAL
Métropole	604	320	924
Outre-mer	127	92	219
Etranger	34	18	52
Nationalisé	146	22	138
TOTAL (hors TOTAL)	765	430	1,195
TOTAL	881	452	1,333

1951	CO	CV	TOTAL
Métropole	627	323	950
Outre-mer	132	96	228
Etranger	36	20	56
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	795	439	1,234
TOTAL			

1953	CO	CV	TOTAL
Métropole	614	336	950
Outre-mer	125	95	220
Etranger	33	18	51
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	772	449	1,221
TOTAL			

1955	CO	CV	TOTAL
Métropole	616	361	977
Outre-mer	127	97	224
Etranger	28	17	45
Nationalisé			
TOTAL (hors TOTAL)	771	475	1,246
TOTAL			

Sources :

1938-1948: Bulletin mensuel de statistique 1948 p 272-273, tableau I. Capitalisation boursière des valeurs françaises à revenu cotées à la bourse de Paris.

1949-1950 : BMS 1951, nouvelle série, n°4, avril 1951, pp 45-46; note de l'INSEE: pour 1949, les sociétés nationalisées sont ex pour 1950, il ne comprend que les sociétés nationalisées en liquidation et celles dont l'activité actuelle n'a pu être identifiée.

Les autres sont comptées dans les diverses rubriques des autres groupes.

1951: BMS 1953, n°1, janvier 1953, p 47; note de l'INSEE: "on a supprimé la rubrique sociétés nationalisées qui se rapportait au sociétés de houillères, de gaz et d'électricité; la plupart d'entre elles ont réparti les indemnités qui leur avaient été attribuées ou c activité nouvelle qui les a fait classer dans un des autres groupes.

1952-1953: Bulletin mensuel de statistique, nouvelle série, n°1, janvier 1954; p 47

1954-1955: Bulletin mensuel de statistique, n°1, janvier 1956; pp 5-6+B23

Tableau C-8 : Nombre de sociétés cotées en France par place boursière - SBF - Euronext (1962-2002)

	Marchés officiels/premiers marchés - Valeurs françaises										Second marché		TOTAL	Valeurs zone franc			TOTAL
	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	Province	Total	Paris	Province	fr	Paris	Province	Total	
1964	57	77	156	105	109	45	34	980	583	1563			1563	32	27	59	1622
1965	55	71	151	105	110	42	33	971	567	1538			1538	32	25	57	1595
1966	55	71	146	103	102	41	32	963	550	1513			1513	32	28	60	1573
1967	68	79	119	108	106	44		903	524	1427			1427	30	16	46	1473
1968	68	79	116	106	104	44		894	517	1411			1411	30	19	49	1460
1969	39	58	75	59	68	25		846	324	1170			1170	29	17	46	1216
1970	36	54	70	54	65	22		830	301	1131			1131	29	16	45	1176
1971	29	51	60	43	58	19		786	260	1046			1046	23	7	30	1076
1972	26	47	57	40	56	18		766	244	1011			1011	23	7	30	1041
1973	26	48	56	40	57	18		773	245	1019			1019	23	7	30	1049
1974	26	44	54	40	54	17		719	235	1002			1002	20	5	25	1027
1975	25	44	53	39	53	16		704	230	971			971	20	5	25	996
1976	24	46	52	38	53	14		665	227	925			925	20	4	24	949
1977	23	43	52	37	49	15		655	219	874			874	19	3	22	896
1978	24	41	52	34	50	16		630	217	847			847	19	3	22	869
1979	24	37	48	35	48	15		595	207	802			802	13	6	19	821
1980	24	35	47	33	49	15		586	203	789			789	13	5	18	807
1981	23	31	43	32	44	14		568	187	755			755	13	5	18	773
1982	23	29	40	32	41	12		535	177	712			712	12	5	17	729
1983								518	164	682	28	14	724	12	4	16	740
1984	24	24	38	30	37	9		504	162	666	46	26	738	12	4	16	754
1985	23	22	37	27	35	9		489	153	642	80	47	769	12	4	16	785
1986	23	22	37	27	35	9		482	153	635	116	64	815	12	4	16	831
1987	22	22	37	26	36	9		481	152	633	169	89	891	12	4	16	907
1988										612	169	89	870	12	4	16	886
1989								279	331	610	169	89	868	12	4	16	884
1990	18	19	34	23	34	7		262	135	397	180	111	688	12	4	16	704

	Marchés officiels/premiers marchés - Valeurs zone franc									
	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	Province	Total
1964								32	27	59
1965	6	1	3	13		1	1	32	25	57
1966	6	1	3	13		1	1	32	25	57
1967	5		3	10		1		30	19	49
1968	5		3	10		1		30	19	49
1969	5		2	9		1		29	17	46
1970	5		2	8		1		29	16	45
1971	4		1	2				23	7	30
1972	4		1	2				23	7	30
1973	4		1	2				23	7	30
1974	3			2				20	5	25
1975	3			2				20	5	25
1976	3			1				20	4	24
1977								19	3	22
1978								19	3	22
1979								13	6	19
1980								13	5	18
1981								13	5	18
1982								12	5	17
1983								12	NE	NE
1984	3			1				12	4	16
1985	3			1				12	4	16
1986								12	4	16
1987								12	4	16
1988								12	NE	NE
1989								12	NE	NE
1990								12	NE	NE

Sources : Année boursière de chaque année

La bourse de Toulouse disparaît en 1967 et les titres sont répartis entre Lyon et Bordeaux

Tableau C-9 : Nombre de sociétés françaises cotées 1969-2002

	(1) Premier marché	(2) Second marché	(3) Nouveau marché	(4) Marché libre	(5) TOTAL
1964	1563				1,563
1965	1539				1,539
1966	1513				1,513
1967	1427				1,427
1968	1414				1,414
1969	1,171				1,171
1970	1,132				1,132
1971	1,046				1,046
1972	1,011				1,011
1973	1,019				1,019
1974	959				959
1975	941				941
1976	896				896
1977	877				877
1978	850				850
1979	808				808
1980	794				794
1981	760				760
1982	717				717
1983	697				697
1984	670	72			742
1985	646	127			773
1986	639	180			819
1987	637	258			895
1988	612	258			870
1989	610	258			868
1990	578	291			869
1991	551	288			839
1992	515	271			786
1993	472	254			726
1994	459	265			724
1995	444	266			710
1996	407	280	16	6	709
1997	376	307	34	23	740
1998	345	364	75	130	914
1999	329	367	104	168	968
2000	310	347	151	168	976

Sources :

Année boursière (SBF-Euronext); 1964-1968; rétrospective CD-rom 1999;
site internet Euronext pour 2000 et 2001

Annexe D: Autres indicateurs complémentaires de la capitalisation boursière

Tableau D-1: Volume des transactions 1964-2001

	(1) Tout le marché	(2) actions fr €	(3) action fr FF	(4) Vol/PIB	(5) Vol/CB	(6) Vol/PIB
1964		1,392	9,130	2.03	8.92	
1965		1,240	8,135	1.68	8.42	
1966		1,562	10,245	1.96	11.43	
1967		1,419	9,310	1.65	10.39	
1968		2,287	15,004	2.44	14.98	
1969	6,598	3,994	26,198	3.74	20.02	6.92
1970	5,354	2,863	18,787	2.37	14.30	5.03
1971	5,675	2,780	18,233	2.06	14.13	4.82
1972	8,899	5,367	35,200	3.56	21.51	6.77
1973	10,581	5,553	36,429	3.22	21.71	7.03
1974	8,293	2,781	18,241	1.40	14.90	4.81
1975	8,969	3,953	25,933	1.77	16.07	4.69
1976	8,516	3,195	20,957	1.23	15.06	3.86
1977	7,488	2,642	17,327	0.90	12.96	3.02
1978	13,242	6,208	40,723	1.87	20.78	4.71
1979	14,925	6,039	39,614	1.60	17.20	4.67
1980	18,885	6,860	44,996	1.60	17.47	5.25
1981	23,392	7,227	47,410	1.50	20.82	5.80
1982	34,325	7,443	48,827	1.35	23.59	7.48
1983	51,194	10,204	66,933	1.67	19.76	10.11
1984	79,792	11,238	73,718	1.69	17.08	14.49
1985	138,962	22,700	148,903	3.17	22.05	23.35
1986	327,829	61,424	402,918	7.95	35.03	50.91
1987	471,021	85,080	558,091	10.46	57.67	69.23
1988	604,093	67,576	443,266	7.73	28.84	82.19
1989	629,171	107,714	706,557	11.47	32.24	79.39
1990	580,195	105,141	689,679	10.59	39.69	69.27
1991	590,104	98,100	643,499	9.50	32.28	67.92
1992	760,280	98,603	646,785	9.24	33.48	85.20
1993	1,251,764	146,305	959,699	13.56	35.68	139.98
1994	1,213,975	167,707	1,100,086	14.89	45.60	129.94
1995	1,019,107	157,734	1,034,667	13.50	42.31	105.41
1996	1,209,428	216,271	1,418,645	18.02	46.09	122.15
1997	1,146,962	361,892	2,373,856	29.17	58.37	111.88
1998	932,170	516,163	3,385,807	39.53	61.13	87.35
1999	794,925	727,235	4,770,349	53.67	48.71	72.18
2000	1,231,870	1,175,220	7,708,938	82.94	76.26	107.76
2001	1,304,080	1,225,390	8,038,031	83.72	92.90	112.06

Source : Année boursière 1964, 1965, 1966, 1967, 1968, 1999, COB pour 2000 et 2001, calculs de l'auteur

(1): Volume des transactions sur l'ensemble du marché boursier (actions et obligations), en millions d'euros

(2): Volume des transactions actions françaises en millions d'euros

(3): Volume des transactions actions françaises en millions de francs

(4): Ratio du volume des transactions action au PIB (série piketty, voir annexe A1)

(5): Ratio du volume des transactions actions à la capitalisation boursière

(6): Ratio du volume des transactions actions au PIB

Tableau D-2 : Volume des transactions pour les valeurs françaises

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	Province	Total
1964	29,403	25,716	92,328	35,725	19,141	8,238	3,214	8,873,740	213,765	9,087,505
1965	13,236	22,171	74,139	31,732	21,145	4,162	2,675	7,918,418	169,260	8,087,678
1966	11,780	20,093	92,883	21,412	32,389	13,503	4,443	9,988,520	196,503	10,185,023
1967	14,403	2,499	84,712	35,288	35,352	23,066		9,080,158	195,320	9,275,478
1968	18,603	49,416	115,503	89,227	43,426	10,965		14,630,468	327,140	14,957,608
1969	23,202	40,489	183,430	101,083	58,678	21,250		25,178,377	428,132	25,606,509
1970	23,560	43,072	96,201	42,483	47,497	28,387		18,064,633	281,200	18,345,833
1971	24,819	95,746	103,219	51,644	47,035	14,237		17,496,888	336,700	17,833,588
1972	82,720	155,090	167,913	44,243	88,937	31,682		33,790,703	570,585	34,361,288
1973	125,353	81,987	170,456	71,078	151,620	47,004		34,948,082	647,498	35,595,580
1974	48,611	54,704	104,790	61,268	44,594	22,631		17,302,001	336,598	17,638,599
1975	58,607	51,732	83,994	110,275	50,518	20,007		25,057,753	375,133	25,432,886
1976	38,737	103,721	174,578	34,773	73,513	8,436		19,765,501	433,758	20,199,259
1977	15,732	71,618	104,659	39,172	54,428	12,074		16,254,161	297,683	16,551,844
1978	51,805	123,271	145,635	33,783	80,973	22,155		39,597,359	457,622	40,054,981
1979	42,273	168,615	340,634	28,638	108,283	45,668		37,916,371	734,111	38,650,482
1980	37,966	113,921	238,762	44,767	192,091	33,819		42,759,777	661,326	43,421,103
1981	40,999	109,165	283,562	138,723	140,591	37,246		45,669,611	750,286	46,419,897
1982	61,086	132,630	472,114	50,136	256,483	73,537		46,159,968	1,045,986	47,205,954
1983									-	-
1984	105,249	72,040	600,884	148,944	222,365	108,600		67,209,527	1,258,082	68,467,609
1985	260,029	262,317	2,007,556	273,873	414,037	84,243		131,831,464	3,302,055	135,133,519
1986	1,126,146	256,598	3,572,318	754,075	1,121,833	196,132		357,024,697	7,027,102	364,051,799
1987	864,125	333,890	5,850,472	1,850,667	1,866,215	529,607		477,438,121	11,294,976	488,733,097

Tableau D-3: Volume des transactions pour les valeurs zone franc

	Bordeaux	Lille	Lyon	Marseille	Nancy	Nantes	Toulouse	Paris	Province	Total
1964	336	22	95	505		1	12	41,351	971	42,322
1965	232	6	8	483		1	11	46,910	741	47,651
1966	122	447	9	303		1	12	58,765	894	59,659
1967	197	25	22	1020		3		33,076	1,267	34,343
1968	299		4	480		4		46,036	787	46,823
1969	423		347	407		6		53,244	1,183	54,427
1970	806		168	729		3			1,706	1,706
1971	413		516	281		4		115,877	1,214	117,091
1972	862		439	355				172,001	1,656	173,657
1973	408		631	1200				181,245	2,239	183,484
1974	372			72				91,411	444	91,855
1975	304			85				131,035	389	131,424
1976	499			154				133,004	653	133,657
1977	208			657				136,627	865	137,492
1978	198			952				244,805	1,150	245,955
1979	417			108				447,180	525	447,705
1980	418			305				775,622	723	776,345
1981	384			23				751,022	407	751,429
1982	860			23				395,631	883	396,514
1983									-	-
1984	314			102				302,416	416	302,832
1985	183							270,629	183	270,812
1986	140							495,605	140	495,745
1987	75							614,784	75	614,859

Sources : Année boursière, chaque année de 1964 à 1987, sauf année manquante

en milliers de francs

note: il est possible que pour les données de province de la zone franc que ces données incluent les valeurs variables et fixes ces dernières sont minimales, mais existent dans quelques cas (avant 1977)

Tableau D-4 : Evaluation du volume des transactions avant 1940, à partir de l'impôt sur les opérations de bourse

	(1) Impôt opérations de bourse	(2) Impôt bourses de valeurs	(3) bilan	(4) Impôt moins opérations reports	(5) volume de transaction	(6) PIB	(7) Vol/PIB
1900	6,809		6,809	5,788	77,168,667	36.09	213.81
1901	6,148		6,148	5,226	69,677,333	34.17	203.89
1902	7,067		7,067	6,007	80,092,667	34.32	233.36
1903	7,366		7,366	6,261	83,481,333	35.91	232.48
1904	7,005		7,005	5,954	79,384,333	36.86	215.34
1905	7,704		7,704	6,548	87,306,333	38.04	229.50
1906						38.38	
1907	7,774		7,774	6,608	88,105,333	41.86	210.48
1908	10,404		10,404	8,843	104,040,000	41.18	252.63
1909	12,513		12,513	10,636	125,130,000	42.97	291.23
1910	11,769		11,769	10,003	117,685,000	42.22	278.74
1911	12,132		12,132	10,312	121,320,000	46.09	263.22
1912	13,011		13,011	11,059	130,110,000	51.18	254.24
1913	9,843	9,637	9,637	8,191	96,370,000	50.83	189.60
1914		5,668	5,668	4,818	56,678,000	45.1	125.73
1915						45.1	
1916		2,255	2,255	1,917	22,550,000	59.6	37.84
1917		2,726	2,726	2,317	27,260,000	70.7	38.55
1918		2,519	2,519	2,141	25,190,000	78.2	32.20
1919		7,149	7,149	6,077	71,490,000	105.0	68.09
1920		24,492	24,492	20,818	81,640,000	159.50	51.18
1921		19,090	19,090	16,227	19,090,000	128.60	14.84
1922		25,655	25,655	21,807	25,655,000	159.90	16.04
1923		51,799	51,799	44,029	51,799,000	189.80	27.29
1924		91,904	91,904	78,118	91,904,000	241.80	38.01
1925						265.80	
1926	386,794		287,765	244,600	287,765,147	330.60	87.04
1927	347,248	320,537	320,537	272,456	320,537,000	342.50	93.59
1928	629,444	600,354	600,354	510,301	600,354,000	356.10	168.59
1929	530,947	501,509	501,509	426,283	501,509,000	400.20	125.31
1930						392.20	
1931	172,276	168,697	168,697	143,392	168,697,000	365.60	46.14
1932	172,871	100,070	100,070	85,060	100,070,000	316.50	31.62
1933	149,188	145,676	145,676	123,825	145,676,000	312.80	46.57
1934	116,365	112,099	112,099	95,284	112,099,000	297.30	37.71
1935	124,728	120,559	120,559	102,475	120,559,000	280.10	43.04
1936	187,125	182,120	182,120	154,802	182,120,000	281.40	64.72

Sources : Evaluation de l'auteur à partir du rendement de l'impôt sur les opérations de bourse (Annuaire statistique de chaque année)

(1): Rendement de l'impôt sur les opérations de bourse (total, bourse de commerce et bourse de valeur) pas de distinction avant 1920

(2): Rendement de l'impôt sur les opérations de bourse, bourses de valeur uniquement

(3): bilan selon (1) et (2)

(4): On retire 15 % du total pour retirer les opérations de report - ce montant est très arbitraire

(5): Evaluation du volume des transactions selon le taux appliqué aux actions

loi 28 dec 1895: 0,075 pour 1000 pour les actions

loi 31 dec 1907 : rente française 0,0125; 0,10 pour 1000; 0,00625 report rente, 0,025 autres, Annuaire desagentsdechange 1914

loi 20 juin 1920: 0,0125pour1000rente et 0,30 autres; report 0,10 et 0,60pour étranger, Annuaire 1921

loi 4 avril 1926: 0,0125 rentes 1 pour 1000 autres 2 pour 1000 étranger; report 0,00625 rente 0,5 pour 1000, Annuaire 1929, p 3542

janvier 1939 : taux de l'impôt sur les opérations de bourse de 0,0135 pour 1000 pour les rentes et 1,1 pour 1000 pour les autres valeu

1997: 0,3 % pour les transactions inférieures à 1 million de FF et 0,15 % au-delà.

(6): série de PIB du tableau A-1, d'après Piketty (2001)

(7): ratio du volume de transaction estimé au PIB, (5)/10000/(6)

Tableau D5 : Capitalisation boursière des obligations 1962-2000

	(1): marché officiel	(2): dont Etat	(3) : second marché	(4): nouveau marché	(5) TOTAL	(6): Valeur nominale	(7) Obligation/PIB	(8) actions/PIB
1962	52,881	15,645			52,881	42,730	14.64	36.78
1963	64,018	17,688			64,018	54,059	15.81	29.78
1964	69,149	17,764			69,149	59,823	15.40	25.88
1965	74,639	17,429			74,639	66,362	15.44	22.70
1966	81,860	17,037			81,860	76,476	15.64	19.42
1967	93,590	17,783			93,590	87,165	16.55	17.83
1968	99,508	18,770			99,508	92,983	16.19	18.40
1969	102,049	17,665			102,049	100,436	14.56	18.67
1970	113,176	15,694			113,176	110,732	14.26	16.56
1971	130,203	14,072			130,203	125,355	14.73	14.60
1972	162,080	15,051			162,080	149,344	16.41	16.57
1973	186,389	25,077			186,389	178,454	16.50	14.85
1974	201,561	34,848			201,561	193,679	15.47	9.40
1975	250,978	30,831			250,978	229,044	17.10	11.00
1976	290,824	34,275			290,824	270,621	17.10	8.18
1977	337,215	47,816			337,215	308,296	17.58	6.97
1978	420,834	65,999			420,834	357,185	19.28	8.98
1979	469,590	108,167			469,590	407,910	18.93	9.28
1980	585,379	177,841			585,379	508,644	20.84	9.17
1981	604,572	159,877			604,572	584,603	19.10	7.20
1982	815,608	215,885			815,608	743,317	22.49	5.71
1983	1,032,959	268,831	83		1,033,042	906,249	25.78	8.46
1984	1,296,768	354,161	11		1,296,779	1,114,554	29.73	9.89
1985	1,598,128	450,584	11		1,598,139	1,375,679	34.00	14.37
1986	1,974,053	596,678	2,734		1,976,787	1,674,553	39.00	22.69
1987	2,049,363	615,661	1,499		2,050,862	1,852,551	38.43	18.13
1988	2,335,457	701,143	2,504		2,337,961	2,098,920	40.77	26.80
1989	2,462,441	778,385	7,089		2,469,530	2,324,300	40.09	35.57
1990	2,588,964	827,802	5,850		2,594,814	2,540,431	39.86	26.69
1991	2,899,545	827,802	8,346		2,907,891	2,758,978	42.91	29.42
1992	3,185,458	1,137,245	8,715		3,194,173	2,980,816	45.63	27.60
1993	3,869,187	1,624,830	7,573		3,876,760	3,301,851	54.78	38.00
1994	3,684,752	1,596,470	7,564		3,692,316	3,551,464	49.97	32.65
1995	4,125,395	1,967,955	7,459		4,132,854	3,744,851	53.94	31.91
1996	4,599,513	2,260,523	6,390		4,605,903	4,043,737	58.51	39.10
1997	4,671,197	2,494,396	6,321	68	4,677,587	4,115,275	57.48	49.98
1998	4,970,771	2,890,157	15,013	764	4,986,548	4,212,115	58.21	64.66
1999	4,985,391	2,828,788	21,732	2,217	5,009,340		56.36	64.66
2000					5,147,557			

Sources : Année boursière 1963, 1964, 1965, 1966, 1967, 1968, 1999, COB 2000

Tableau D-6 : Indices boursiers sur le siècle

	(1) indice cours Paris	(2) indice cours Paris	(3) indice CB	(4) Rapport Ind/CB	(5) inflation 1=1900	(6) indice cours réels	(7) indice CB/PIB	(8) cours/inflation CB/PIB
1900	100.0	2.21	100.00	100.00	1.00	100.00	100	100.00
1901	88.3	1.95	103.31	85.48	1.01	87.86	109.1	80.53
1902	81.9	1.81	106.53	76.85	0.99	82.37	112.0	73.53
1903	81.9	1.81	109.67	74.66	0.99	82.78	110.2	75.10
1904	83.0	1.83	112.71	73.68	0.98	85.16	110.3	77.17
1905	92.4	2.04	115.67	79.88	0.97	94.85	109.7	86.43
1906	96.5	2.13	117.87	81.86	0.99	97.78	110.8	88.22
1907	96.5	2.13	120.01	80.40	1.00	96.43	103.5	93.19
1908	93.6	2.06	122.10	76.63	1.02	91.41	107.0	85.42
1909	99.4	2.19	124.13	80.09	1.02	97.31	104.3	93.33
1910	106.4	2.35	126.11	84.40	1.05	101.05	107.8	93.74
1911	111.1	2.45	132.27	84.00	1.16	95.99	103.6	92.67
1912	119.3	2.63	138.28	86.27	1.14	104.21	97.5	106.85
1913	117.0	2.58	144.15	81.14	1.18	98.81	102.4	96.53
1914	108.8	2.40			1.18	91.89		
1915	92.4	2.04			1.41	65.76		
1916	104.7	2.31			1.57	66.52		
1917	122.2	2.70			1.89	64.83		
1918	132.2	2.92			2.45	54.05		
1919	143.9	3.17			3.06	47.07		
1920	176.6	3.90	148.24	119.14	4.20	42.05	33.5	125.37
1921	132.2	2.92	152.71	86.55	3.68	35.92	42.9	83.82
1922	139.2	3.07	202.69	68.67	3.54	39.37	45.7	86.05
1923	201.2	4.44	296.41	67.87	3.92	51.26	56.4	90.95
1924	243.3	5.37	320.98	75.79	4.47	54.43	47.9	113.60
1925	233.9	5.16	384.46	60.84	4.80	48.77	52.2	93.43
1926	272.5	6.01	458.05	59.49	6.24	43.67	50.0	87.34
1927	335.7	7.41	628.40	53.42	6.51	51.53	66.2	77.81
1928	485.4	10.71	919.69	52.78	6.50	74.66	93.2	80.09
1929	593.0	13.09	1,012.33	58.58	6.90	85.89	91.3	94.07
1930	511.1	11.28	743.16	68.78	6.96	73.44	68.4	107.39
1931	360.2	7.95	472.99	76.16	6.69	53.86	46.7	115.35
1932	286.5	6.32	580.57	49.36	6.09	47.03	66.2	71.04
1933	271.3	5.99	564.91	48.03	5.90	46.01	65.2	70.58
1934	226.9	5.01	465.42	48.75	5.65	40.16	56.5	71.07
1935	217.5	4.80	490.61	44.34	5.18	41.99	63.2	66.42
1936	210.5	4.65	543.52	38.73	5.56	37.87	69.7	54.32
1937	265.5	5.86	530.58	50.04	6.99	37.96	54.8	69.24
1938	244.4	5.39	606.18	40.33	7.95	30.77	55.3	55.66
1939	267.8	5.91			8.47	31.62		
1940	328.7	7.25			10.04	32.72		
1941	789.5	17.42			11.78	67.00		
1942	1,297.1	28.63			14.15	91.66		
1943	1,244.2	27.46			17.58	70.79		
1944	1,297.1	28.63			21.49	60.35		
1945	1,468.5	32.41	2,241.31	65.52	31.85	46.10	73.4	62.82
1946	1,851.5	40.86	3,960.28	46.75	48.61	38.09	58.6	64.95
1947	2,431.3	53.66	4,175.31	58.23	72.62	33.48	41.5	80.76
1948	2,657.7	58.65	5,132.76	51.78	115.11	23.09	28.3	81.71
1949	2,600.5	57.39	4,566.57	56.95	130.30	19.96	19.4	102.83
1950	2,179.5	48.10	4,147.88	52.54	143.33	15.21	15.0	101.13
1951	2,712.2	59.86	6,439.61	42.12	166.70	16.27	18.6	87.68
1952	3,462.9	76.42	7,261.85	47.69	186.53	18.56	17.9	103.45
1953	3,850.4	84.97	8,827.28	43.62	183.36	21.00	21.1	99.54
1954	5,182.3	114.37	15,516.25	33.40	184.10	28.15	35.0	80.40
1955	7,313.3	161.40	17,336.32	42.18	185.75	39.37	36.5	107.85
1956	7,458.6	164.60	19,491.82	38.27	193.55	38.53	37.3	103.42
1957	9,444.3	208.43	26,382.60	35.80	199.36	47.37	44.8	105.83

1958	8,863.1	195.60	28,513.91	31.08	229.46	38.63	41.9	92.21
1959	11,256.2	248.41	44,540.49	25.27	243.46	46.23	60.2	76.86
1960	13,915.1	307.09	48,161.81	28.89	252.47	55.12	58.6	94.02
1961	16,698.2	368.51	59,525.79	28.05	260.80	64.03	66.4	96.40
1962	17,366.1	383.25	62,422.59	27.82	273.06	63.60	62.4	101.95
1963	15,863.2	350.08	56,378.78	28.14	286.17	55.43	50.3	110.30
1964	13,692.5	302.18	54,349.61	25.19	295.90	46.27	43.7	105.96
1965	12,690.6	280.07	51,303.65	24.74	303.29	41.84	38.3	109.26
1966	11,333.7	250.12	47,586.94	23.82	311.48	36.39	32.8	110.89
1967	11,126.2	245.54	47,560.60	23.39	319.58	34.82	30.4	114.67
1968	11,940.3	263.51	53,164.87	22.46	334.28	35.72	31.2	114.39
1969	15,117.0	333.62	69,447.45	21.77	356.01	42.46	35.8	118.70
1970	14,047.5	310.01	69,729.30	20.15	374.52	37.51	31.7	118.26
1971	12,946.0	285.70	68,503.72	18.90	395.12	32.76	28.0	117.17
1972	15,164.9	334.67	86,876.86	17.46	419.62	36.14	31.7	113.87
1973	14,733.9	325.16	89,080.68	16.54	450.25	32.72	28.5	115.00
1974	10,200.4	225.11	64,996.28	15.69	511.93	19.93	18.0	110.67
1975	13,329.1	294.16	85,670.38	15.56	572.34	23.29	21.1	110.56
1976	11,062.4	244.13	73,867.30	14.98	627.29	17.64	15.7	112.49
1977	10,360.0	228.63	70,980.36	14.60	686.25	15.10	13.4	113.01
1978	15,180.8	335.02	104,005.84	14.60	748.70	20.28	17.2	117.89
1979	17,766.8	392.09	122,223.99	14.54	829.56	21.42	17.8	120.46
1980	19,363.1	427.32	136,694.27	14.17	942.38	20.55	17.6	116.96
1981	15,963.0	352.29	120,892.25	13.20	1,068.66	14.94	13.8	108.35
1982	15,994.9	352.99	109,850.85	14.56	1,194.76	13.39	10.9	122.44
1983	25,014.1	552.03	179,825.90	13.91	1,309.46	19.10	16.2	117.92
1984	29,116.5	642.57	229,031.85	12.71	1,406.36	20.70	19.0	109.25
1985	42,429.7	936.38	358,443.74	11.84	1,487.93	28.52	27.5	103.60
1986	63,500.9	1,401.40	610,562.63	10.40	1,528.10	41.56	43.5	95.59
1987	44,808.2	988.87	513,619.43	8.72	1,575.48	28.44	34.7	81.88
1988	66,342.3	1,464.10	815,850.32	8.13	1,618.01	41.00	51.3	79.86
1989	88,403.2	1,950.96	1,163,069.53	7.60	1,677.88	52.69	68.1	77.31
1990	65,927.3	1,454.94	922,277.60	7.15	1,734.93	38.00	51.1	74.31
1991	76,095.7	1,679.35	1,058,253.18	7.19	1,790.45	42.50	56.4	75.40
1992	77,340.8	1,706.83	1,025,256.90	7.54	1,833.42	42.18	52.9	79.79
1993	102,769.9	2,268.22	1,427,475.05	7.20	1,870.09	54.95	72.8	75.49
1994	85,240.6	1,881.15	1,280,495.75	6.66	1,901.88	44.82	62.5	71.66
1995	84,824.6	1,871.97	1,297,876.33	6.54	1,934.21	43.85	61.1	71.74
1996	104,932.7	2,315.73	1,633,837.05	6.42	1,972.89	53.19	74.9	71.00
1997	135,889.6	2,998.91	2,158,601.91	6.30	1,996.57	68.06	95.7	71.09
1998	178,653.8	3,942.66	2,939,823.25	6.08	2,010.54	88.86	123.9	71.74
1999	269,989.4	5,958.32	5,232,154.53	5.16	2,034.67	132.69	211.1	62.87
2000	268,544.0	5,926.42	5,400,368.48	4.97	2,066.84	129.93	208.3	62.36
2001	209,553.7	4,624.58	4,622,378.99	4.53	2,113.08	99.17	172.6	57.45
2002	176,629.7	3,897.99	4,030,125.73	4.38	2,121.12	83.27	149.9	55.55

Sources:

- (1): A partir des indices de l'INSEE (Annuaire Statistique) et des indices de la SBF, on recrée un indice en base 100 en 1900
- (2): On établit un indice en base 1000 pour fin 1987, pour retrouver l'indice SBF du CAC
- (3): A partir de notre série de capitalisation boursière, on établit un indice base 100 en 1900
- (4): (1)/(3)*100
- (5): Indice des prix des biens à la consommation, selon Piketty (2001) annexe F, que l'on passe en base 1 pour 1900
- (6): (3)/(5), indice des cours réels
- (7): indice du ratio de la capitalisation boursière au PIB en indice 100 pour 1900
- (8): (6)/(3), rapport entre l'indice des cours réels et l'indice du ratio de la capitalisation boursière au PIB

Tableau D-7: Evaluation des rendements des actions

	(1) rendement action	(2) obligation de la rouillere	(3) actions de la rouillere	(4) actions de la rouillere	(5) indices cours	(6) rendement actions nominal	(7) rendement action réel	(8) rendement net	(9) rendement global
1900	3.80	532.1	576.5	100.0	100.00	100.0	100.0		
1901	4.15	551.7	527.3	91.5	88.30	91.7	91.2		
1902	4.21	583.7	518.3	89.9	81.87	88.5	89.0		
1903	4.09	604.9	538.5	93.4	81.87	92.2	93.3		
1904	4.27	651.3	586.6	101.8	83.04	97.4	99.9		
1905	4.02	673.4	674.8	117.1	92.40	113.0	116.0		
1906	4.07	699.4	735.4	127.6	96.49	122.7	124.4		
1907	4.35	728.7	765.0	132.7	96.49	127.7	127.6		
1908	4.39	746.7	758.7	131.6	93.57	129.2	126.3		
1909	4.18	774.9	833.8	144.6	99.42	143.3	140.3		
1910	4.05	797.6	919.5	159.5	106.43	159.9	151.8		
1911	3.96	780.3	939.6	163.0	111.11	173.7	150.0		
1912	3.87	801.0	1,032.8	179.2	119.30	193.8	169.3		
1913	4.07	809.3	1,028.8	178.5	116.96	197.4	166.8		
1914	4.47	780.3	945.6	164.0	108.77	191.1	161.4		
1915	3.33	686.7	699.4	121.3	92.40	169.5	120.7		
1916	3.46	636.7	728.5	126.4	104.68	198.5	126.1		
1917	3.78	570.2	737.0	127.8	122.22	239.8	127.2		
1918	3.55	466.5	636.7	110.4	132.16	269.1	110.0		
1919	3.29	384.2	572.1	99.2	143.86	303.3	99.2		
1920	3.07	294.0	525.2	91.1	176.61	384.6	91.6		
1921	4.19	368.2	468.5	81.3	132.16	296.6	80.6		
1922	4.24	404.0	534.9	92.8	139.18	325.5	92.1		
1923	3.31	371.4	719.6	124.8	201.17	490.3	125.0		
1924	3.35	320.2	788.2	136.7	243.27	612.6	137.1		
1925	3.96	336.2	735.6	127.6	233.92	608.8	126.9		
1926	3.72	314.2	682.6	118.4	272.51	737.3	118.2		
1927	3.48	345.4	833.8	144.6	335.67	942.0	144.6		
1928	2.78	377.0	1,241.4	215.3	485.38	1409.5	216.8		
1929	2.70	398.2	1,467.2	254.5	592.98	1769.8	256.3		
1930	3.37	417.4	1,298.4	225.2	511.11	1566.7	225.1		
1931	4.39	430.2	994.1	172.4	360.23	1141.4	170.7		
1932	4.61	473.8	907.2	157.4	286.55	947.8	155.6		
1933	3.78	527.5	921.9	159.9	271.35	938.9	159.2		
1934	4.05	597.3	837.3	145.2	226.90	814.8	144.2		
1935	3.75	675.0	908.7	157.6	217.54	812.8	156.9		
1936	3.96	665.4	852.1	147.8	210.53	816.1	146.8		
1937	3.26	568.2	886.5	153.8	265.50	1069.9	153.0		
1938	4.29	568.7	750.0	130.1	244.44	1017.2	128.0		
1939	4.26	571.5	804.2	139.5	267.84	1162.4	137.2		
1940	3.99	543.4	864.6	150.0	328.65	1487.1	148.0		
1941	1.94	488.7	1,805.4	313.2	789.47	3714.6	315.3		
1942	1.22	421.5	2,499.1	433.5	1,297.08	6221.4	439.7		
1943	1.03	358.9	2,291.6	397.5	1,244.20	6040.6	343.7		
1944	0.94	306.7	1,931.8	335.1	1,297.10	6362.3	296.0		
1945	0.83	207.5	1,079.4	187.2	1,468.49	7270.7	228.2		
1946	0.46	138.4	881.5	152.9	1,851.49	9243.0	190.1		
1947	0.88	93.8	782.6	135.8	2,431.27	12193.3	167.9		
1948	1.34	60.1	546.2	94.7	2,657.68	13446.1	116.8		
1949	2.84	56.7	446.3	77.4	2,600.55	13333.3	102.3		
1950	4.81	55.7	388.1	67.3	2,179.47	11491.7	80.2		
1951	4.90	52.4	437.6	75.9	2,712.22	14988.6	89.9		
1952	4.94	50.8	514.4	89.2	3,462.92	20075.0	107.6		
1953	4.97	56.5	601.8	104.4	3,850.38	23423.8	127.7		
1954	3.96	60.2	832.8	144.5	5,182.27	33093.3	179.8		
1955	2.99	63.4	1,236.2	214.4	7,313.30	48551.1	261.4		
1956	3.38	61.4	1,338.4	232.2	7,458.60	50996.3	263.5		
1957	3.01	64.0	1,780.4	308.8	9,444.33	66755.7	334.8		
1958	3.31	63.1	1,349.3	234.1	8,863.14	64533.4	281.2		
1959	2.37	65.2	1,699.3	294.8	11,256.18	84670.2	347.8		
1960	1.96	67.4	2,028.2	351.8	13,915.13	107151.7	424.4		
1961	1.63	69.6	2,336.4	405.3	16,698.15	131102.3	502.7		
1962	1.61	70.8	2,398.9	416.1	17,366.08	138568.8	507.5		

1963	1.83	71.2	2,019.4	350.3	15,863.24	128615.2	449.4	100.00	100.00
1964	2.62	72.9	1,738.6	301.6	13,692.48	113046.8	382.0	87.76	88.10
1965	3.09	74.0	1,617.6	280.6	12,690.59	107520.2	354.5	96.05	96.85
1966	4.00	76.3	1,519.3	263.5	11,333.74	98991.5	317.8	94.56	95.92
1967	4.59	78.5	1,384.5	240.2	11,126.22	101066.2	316.2	106.76	109.65
1968	4.62	76.0	1,455.0	252.4	11,940.34	113439.6	339.4	120.14	125.07
1969	4.07	76.1	1,763.3	305.9	15,116.98	150254.6	422.1	145.81	153.80
1970	4.26	78.9	1,794.9	311.3	14,047.46	145306.9	388.0	109.49	116.70
1971	5.28	82.5	1,678.5	291.2	12,946.01	139618.2	353.4	111.54	120.36
1972	4.55	80.5	1,825.8	316.7	15,164.87	172183.1	410.3	146.38	160.21
1973	4.64	75.4	1,937.5	336.1	14,733.87	174901.2	388.5	124.94	138.49
1974	6.70	75.6	1,327.0	230.2	10,200.37	126703.8	247.5	91.82	103.16
1975	6.53	74.0	1,335.2	231.6	13,329.12	176660.6	308.7	181.05	207.23
1976	6.53	73.2	1,256.5	218.0	11,062.37	156191.8	249.0	119.55	139.10
1977	7.37	75.4	968.9	168.1	10,360.00	155826.7	227.1	141.02	167.09
1978	6.47	75.8	1,210.4	210.0	15,180.83	245166.2	327.5	231.75	280.11
1979	5.76	68.0	1,438.0	249.4	17,766.84	305493.8	368.3	192.34	236.08
1980	6.26	62.6	1,521.0	263.8	19,363.14	352119.0	373.6	185.89	231.68
1981	8.19	64.8	1,247.8	216.4	15,963.02	308459.8	288.6	146.46	185.59
1982	7.97	70.9	1,142.0	198.1	15,994.94	334390.1	279.9	187.80	243.29
1983	6.33	76.4	1,466.5	254.4	25,014.05	564621.9	431.2	308.58	407.86
1984	5.22	85.2	1,908.1	331.0	29,116.55	698826.5	496.9	237.23	317.50
1985	3.89	100.0	2,192.6	380.3	42,429.70	1071513.9	720.1	305.58	413.54
1986	2.55	101.6	3,340.4	579.4	63,500.89	1666024.5	1090.3	320.14	436.61
1987	3.03	113.0	3,757.1	651.7	44,808.19	1205576.2	765.2	152.99	209.77
1988	3.78	120.4	3,469.3	601.8	66,342.31	1839041.4	1136.6	327.73	453.18
1989	2.65	120.7	4,817.8	835.7	88,403.20	2543212.1	1515.7	299.88	417.62
1990	3.97	128.9	4,817.3	835.6	65,927.27	1946877.5	1122.2	170.28	238.63
1991	3.55				76,095.71	2336370.8	1304.9	269.44	381.26
1992	3.76				77,340.83	2458898.0	1341.2	242.76	347.07
1993	2.69				102,769.92	3390218.3	1812.9	325.60	470.78
1994	3.20				85,240.58	2887594.4	1518.3	207.14	302.07
1995	3.33				84,824.60	2965455.1	1533.2	253.66	373.44
1996	2.68				104,932.71	3790590.0	1921.3	322.49	479.84
1997	2.20				135,889.65	5040436.9	2524.6	344.20	516.80
1998	2.10				178,653.81	6772437.0	3368.5	354.92	536.89
1999	1.50				269,989.44	10449733.4	5135.8	414.60	631.75
2000	1.67				268,543.95	10549693.9	5104.3		
2001	2.28				209,553.66	8369751.3	3960.9		
2002					176,629.67	7215587.4	3401.8		

Sources :

(1) : Pour 1900-1918, on utilise les taux de dividendes calculés par Arbulu (1998), p 247 ; pour 1919-1965, taux des valeurs à revenu variable dans L'Annuaire Statistique de la France 1966, résumé rétrospectif; pour 1966-2001, INSEE, BMS

Avant 1946, le taux est la moyenne arithmétique simple des taux des 300 valeurs de l'ancien indice des cours des valeurs à revenu variable.

De 1946 à 1948, nouvel échantillon ne comprenant pas les valeurs des sociétés nationalisées. Depuis 1949, le taux est la moyenne arithmétique pondérée des taux des valeurs du nouvel indice des cours (295 valeurs). Les pondérations sont proportionnelles aux capitalisations boursières (au 31 décembre précédent) des divers groupes pour lesquels les indices des cours sont calculés.

Source de l'INSEE: Caisse des Dépôts et Consignations; le calcul du taux moyen de rendement des valeurs françaises à revenu variable s'effectue en rapportant pour chaque valeur retenues dans le calcul de l'indice des cours, le montant du dernier coupon payé à la cotation du dernier vendredi du mois. L'échantillon et les pondérations sont les mêmes que pour l'indice des cours.

L'avoir fiscal est compris dans ce rendement.

Annuaire Statistique de la France 1997, 2001, 1989, 1978, (l'Annuaire statistique de la France rétrospectif de 1988 ne précise par ce taux de rendement des actions). On peut trouver des taux mensuels dans le BMS, on a pris décembre au besoin.

(2): Evaluation du rendement des obligations par de la Rouillère (1993)

(3): Evaluation du rendement des actions par de La Rouillère (1993) dans une logique de portefeuille avec réinvestissement des coupons, sans prendre en compte l'avoir fiscal et les questions de fiscalité.

(4) : Indice (3) en base 100 pour 1900

(5) : Indice des cours, série (1) du tableau D-6

(6) : Evaluation du rendement nominal des actions suivant la méthodologie de de La Rouillère, avec en considérant l'avoir fiscal soit $100 \times (5)/(5(n) \times (1+(1/100)))$; on multiplie l'indice par la variation des cours boursiers auquel on ajoute le rendement des actions

(7): Evaluation du rendement réel des actions, (7) = (6)/indice inflation

(8): rendement net des actions, sans l'avoir fiscal, en base 100 = 1963

(9): rendement global des actions, avec avoir fiscal, en base 100 = 1963

Tableau D-8 : PER au cours d'ouverture

date	PER
12/31/1971	10.8
12/31/1972	13.3
12/31/1973	12.7
12/31/1974	5.9
12/31/1975	12.5
12/31/1976	17.8
12/31/1977	10.4
12/31/1978	15.8
12/31/1979	11.2
12/31/1980	5.2
12/31/1981	7.5
12/31/1982	13.2
12/31/1983	63.8
12/31/1984	15.3
12/31/1985	15.3
12/31/1986	19
12/31/1987	10
12/31/1988	12.6
12/31/1989	12.5
12/31/1990	9.3
12/31/1991	12.7
12/31/1992	15.8
12/31/1993	27.5
12/31/1994	24.5
12/31/1995	23.8
12/31/1996	48.7
11/30/1997	23.4
12/31/1998	26.2
12/31/1999	36
12/29/2000	28.8
12/31/2001	22.7
6/28/2002	13

Source : Globalfindata.inc

D'après les données de Morgan Stanley Capital International

Les données que nous possédons sont mensuelles, mais nous ne présentons ici que les données en fin d'année pour des questions de mise en page.

Dans le graphique le représentant dans le mémoire, nous avons oté la donnée de 1983, qui nous paraissait due à de faibles bénéfices et faisait perdre sa signification au ratio.

Annexe F : Méthodologie de saisie des capitalisations boursières et dividendes distribués

Cette annexe a pour but de préciser la méthodologie utilisée pour la saisie afin que d'autres chercheurs puissent utiliser les fichiers informatiques de la meilleure façon possible. On a cherché à saisir avec un soin maximum les données des cotes boursières mais les erreurs de saisie sont toujours possibles, surtout sur la grande masse de données saisies. Toutefois, il semble que les différences de résultat entre différentes saisies tiennent presque toujours à des différences de méthodologie et non tant à des erreurs dans la saisie.

F-1 : Principes généraux :

Les données sont toujours saisies à la fin décembre, ou si la dernière semaine de l'année boursière est au début janvier pour les cotes les plus anciennes. On aurait pu concevoir de prendre des cours moyens annuels¹, plus représentatifs du marché lui-même que prendre une date précise où l'impact local des cours sera forcément plus sensible², mais c'est le choix des agents de change et de l'INSEE d'effectuer après 1945 des séries de capitalisation boursière au 31 décembre de chaque année qui a motivé notre choix.

On saisit tous les titres d'actions ou assimilés (voir liste ci-dessous) des sociétés françaises. Lorsqu'il y a un doute sur la nationalité de la société, on choisit d'écarter les entreprises dont la valeur nominale du titre est libellé en monnaie étrangère ou lorsque les coupons le sont. Mais on a saisi les valeurs des sociétés étrangères admis au timbre français³ lorsqu'elles ne rentraient pas dans les catégories précédentes. On les signale par un *. On les a écarté de nos statistiques générales sur les actions françaises mais on les laisse dans les fichiers Excel fournis au titre de l'annexe F (sur disquette).

On choisit de préférence le premier cours du dernier jour, et à défaut le dernier cours de la journée. Lorsque le cours du dernier jour de l'année n'est pas précisé, on note le plus ancien relevé et quand aucun n'est précisé, on note la valeur nominale – on a procédé ainsi relativement rarement dans notre saisie, mais il est possible que le cours noté remonte assez souvent à quelques jours voire quelques mois. On n'a retenu les cours offerts ou demandés lorsque aucun cours effectif n'était répertorié (en particulier pour la coulisse).

On choisit le nombre de titres admis à la cote (et non le nombre de titres émis) pour la logique de l'évaluation de la capitalisation boursière et suivant en cela les auteurs précédents⁴. Si pour plusieurs lignes de cotation d'une même société, il n'est indiqué que le nombre global de titre, on ne saisit qu'une ligne de cotation en prenant le cours le plus représentatif (en général le cours de la première ligne de cotation, ou de l'action ordinaire)..

Selon la description de la méthode ESF⁵, on a noté les types de titres selon la classification suivante :

- r** action prioritaire, privilégiée
- f** part de fondateur **b** part bénéficiaire
- j** action de jouissance
- s** action de sociétés civiles

¹ PC Hautcoeur (1994) choisit cette méthode en prenant les cours moyens donnés dans l'Annuaire de la cote officielle.

² On pense par exemple au cas de 1950, où une baisse sensible et limitée aux environs du 31 décembre s'est produite qui accentue de façon « artificielle » la baisse de la capitalisation boursière de l'année. Voir *Bulletin Mensuel de Statistique* (1951).

³ C'est surtout le cas pour la coulisse qui présente de façon groupée les sociétés françaises et étrangères. Parfois, on se demande si cette catégorie recouvre uniquement des sociétés étrangères, avec la présence, entre autres, du Tramways de Reims ou la SA métallurgique de Sambre et Moselle.

⁴ Voir Denuc (1934).

⁵ Voir Muriel Petit, « Méthodologie de la base de données ESF », 2002

p % ou multiple de part

De même, il a été indiqué le marché sur lequel l'action est cotée

T au comptant et à terme

C au comptant seulement

DP titre coté au comptant mais inscrit à la deuxième partie de la cote

Si l'entreprise est en liquidation, on note : **L**

Dividendes :

Il existe deux façon de comptabiliser les dividendes à partir de la Cote officielle. La première méthode consiste à saisir la colonne « exercice précédent » qui correspond aux dividendes de l'année précédente. Son principal défaut est de ne pas bien cerner les dividendes versés l'année considérée, puisqu'il y a un problème de calendrier et les dividendes versés au cours d'exercices nettement plus anciens peuvent parfois être comptabilisés. La seconde méthode consiste à saisir chaque coupon, en fonction de leur date de versement, et d'en faire la somme. Cette dernière méthode est préférable, mais outre qu'elle est plus longue et plus fastidieuse, elle se heurte à quelques difficultés :

1/ Des erreurs sont commises dans la cote et parfois – de façon non totalement négligeable – la somme des coupons ne correspond pas à l'exercice précédent inscrit à l'année suivante.

2/ Même avec un coupon versé l'année en cours, l'exercice précédent peut remonter à longtemps.

3/ Les années comptables peuvent différer selon les sociétés et faire la somme des coupons versé à une année peut être différent de comptabiliser les dividendes versés pour la même année comptable.

4/ Il y a visiblement des erreurs de recopiage entre les cotes elles-mêmes pour une même date, en rappel, pas le même chiffre.

5/ Parfois, il est difficile de lire le montant du coupon, par exemple pour la coulisse 1913, on peut trouver pour la société Kama, l'indication suivante « 15Déc.13c.3733.165 » ; on peut conclure au coupon 3 d'un montant de 733,165 FF ou au coupon 37 de 33, 165 FF. On choisit selon la plus grande probabilité en fonction des autres information dont on dispose, mais la méthode n'est pas dénuée d'erreurs possibles.

On précise lorsque l'une ou l'autre méthode est choisie. Ci-dessous, les remarques faites au moment de la saisie pour chaque année concernée (difficulté de lecture, incertitudes, complément par d'autres cotes, jour choisi de la cote...).

F-2 : Détails pour quelques années :

1913 : Avec le *Bulletin Hebdomadaire de la Cote Officielle* ou *Cours Authentique* – plus pratique à utiliser que la Cote quotidienne⁶ – nous avons saisi, le nombre titre cotés à la fin décembre, le dernier cours coté, le dernier coupon, ainsi que les intérêts et dividendes totaux marqués pour l'exercice 1912. Le dernier coupon et ces dividendes ne diffèrent que pour les sociétés effectuant leur versement en deux fois.

Nous n'avons pas saisi « l'impôt à déduire » du coupon, comme il est indiqué dans la cote ce point pouvant être retrouvé par la suite.

Deuxième Partie de la Cote : Selon PC Hautcoeur, une partie de la cote qui apparaît moins souvent et donc qui est mise à part pour des problèmes d'imprimerie. Mais sur la cote officielle, la DP est suivie du sous-titre « Cours Authentique des valeurs ne figurant pas à la cote officielle ». Ce qui laisse à penser que la DP est une partie de la coulisse... En même

⁶ La Cote officielle quotidienne ne présente pas des cours pour toutes les valeurs, notamment pour les valeurs de cotées uniquement au comptant. Le Bulletin hebdomadaire pour la dernière semaine de décembre est ainsi plus pratique pour sélectionner le dernier cours coté pour toutes les valeurs.

temps, on constate que des sociétés inscrites à l'annuaire 1914 comme « La capitalisation », sont inscrites à la DP.

- Coulisse : par la cote du syndicat des banquiers en valeur, mercredi 31 décembre 1913. On précise quand double cotation et on exclut à la saisie les valeurs étrangères qui sont mélangées (sur la base de la valeur nominale en FF et sur le nom en français). Les titres précédés de * ne sont pas abonnés au timbre français. Pour les cours manquants, on se réfère à la Cote Desfossés, page du marché en banque du 31 décembre 1913. Les chiffres sont beaucoup plus difficile à lire que dans la cote officielle, parfois incertitudes 0-9, ou 8-3...

- Lille : la cote de Lille pour 1913-14 est donnée Hors d'usage à la BNF, donc, utilisation de l'Annuaire en notant comme dernier cours le dernier cours moyen proposé et le nombre de titre est pris comme le capital social. Quand il est précisé le nombre de titres du capital social inscrit véritablement à la cote, celui-ci est préféré.

La plupart du temps les différents types de titres ne sont pas précisés

1900 : il n'existe pas de fin décembre dans la cote hebdomadaire, dernière page semaine du 26 nov au 1^{er} décembre 1900. La première page de la cote hebdo 1901 est du lundi 31 décembre 1900 au 5 janvier 1901.

Nous avons saisi les dividendes à partir de la cote hebdo 1900, pour les différents coupon, ainsi que 1901. Puis nous avons saisi les cours pour le 31 décembre 1900 dans la cote quotidienne avant de compléter ces cours par la cote hebdomadaire de la première semaine de 1901 ou fin 1900 – on a pris cette fois le dernier cours coté.

Pour les dividendes, on a procédé comme pour 1905, en complétant pour les dates précisées les dividendes versés en 1901 pour l'exercice 1900. La plupart du temps les vérifications des sommes de dividendes au titre de l'exercice 1900 sont exactes. La DP n'a pas été prise en compte (il faudrait le faire avec la première semaine de 1901...)

1920-29-38 coulisse : par la *Cote du syndicat Général des banquiers en valeur*, mardi 31 décembre 1920, 1929, 1938. On précise quand double cotation et on exclut à la saisie les valeurs étrangères qui sont mélangées (sur la base de la valeur nominale en FF et sur le nom en français). Les titres précédés de * ne sont pas abonnés au timbre français. Contrairement à 1913, il n'y a pas de cours manquants, quand le titre n'est pas coté ce dernier jour, on prend le dernier cours signalé. On n'a pas saisi chaque coupon, car on ne sait pas la date de versement de l'autre versement et s'il y a un deuxième versement – cela demanderait une saisie plus systématique, chaque mois. On n'a pas saisi non plus la deuxième partie de la cote, car il n'est pas précisé le nombre de titre.

1945 : Cote quotidienne, vendredi 28 décembre 1945, valeurs françaises (actions et parts), dernier cours (comptant ou la veille). Indication pour le cours « offert » « demandé » : pas de transaction à ce prix là, on ne les prend en compte que lorsqu'il n'y a aucune autre indication de prix.

F-3 : Méthodologie des données de J. Denuc (série de rendement) :

Michèle Saint-Marc utilise la série de J. Denuc des rendements des valeurs à revenu variable. Ce paragraphe décrit brièvement la méthodologie employée par cet auteur. Toutes les valeurs ayant des dividendes (bruts) sont choisis et la capitalisation boursière est calculée au cours moyen, avec le nombre de titres admis à partir de *l'Annuaire de la cote officielle* ; pour la question des dividendes, l'auteur précise : « dans le cas où l'année d'exercice ne coïncide pas avec l'année de calendrier on procède comme suit : lorsque l'exercice se termine entre le 1^{er} janvier et le 31 mars ou entre le 1^{er} octobre et le 31 décembre, le dividende adopté pour une année de calendrier est celui de l'exercice qui a la plus grande part de sa durée dans l'année considérée ; lorsque l'exercice se termine entre le 1^{er} avril et le 30 septembre, le dividende adopté est la moyenne des dividendes des deux exercices qui empiètent sur l'année considérée » (Denuc, 1934, p 693).

Il calcule ensuite des taux de capitalisation : « les taux bruts de capitalisation ont été calculés en divisant par la valeur boursière d'une année les dividendes bruts de l'année précédente, par analogie avec le calcul du taux net de capitalisation des 300 valeurs à revenu variable de la SGF. ».

Il compare de façon intéressante les dividendes qu'il trouve par cette saisie aux dividendes évalués par l'IRVM, de la même façon que nous. Le résultat est, heureusement, similaire : « Les revenus des actions (Annuaire statistique 1932, p 144) des sociétés françaises données dans les comptes définitifs des recettes du ministère des finances... ; de sorte qu'on peut dire qu'avant la guerre, les revenus des actions des sociétés françaises admises à la cote officielle constituaient la moitié des revenus de toutes les actions des sociétés françaises. La comparaison pour l'après-guerre n'est plus possible : d'une part, les comptes définitifs sont publiés avec un grand retard et d'autre part, les chiffres donnés par le ministère des Finances comprennent les revenus des parts de fondateurs. » (Denuc, 1934, p 763)

F-4 : Méthodologie des données de l'INSEE 1945-1955

Le dépouillement des deux cotes (cote des agents de change et cote des courtiers) au 31 décembre 1948, tient compte pour chacune d'elles :

- a) des actions des différents types
- b) des parts de fondateurs et des parts de bénéficiaires
- c) des droits d'attribution ou de souscription pour les sociétés qui sont en augmentation de capital
- d) des promesses d'actions nouvelles
- e) de la 2^{ème} partie de la cote des courtiers

Jusqu'en 1954, l'INSEE choisit le dernier cours coté, puis la Compagnie des agent de change choisit le premier cours coté. La typologie des secteurs est précisée dans le Bulletin Mensuel de Statistique (février 1956, p 7) avec la correspondance avec les secteurs de la cote officielle.

Sources et bibliographie

- archives et bibliothèque
- sources boursières primaires
- sources primaires et secondaires sur les entreprises
- sources secondaires
- bibliographie

On a précisé pour les ouvrages cités la cote et le lieu de consultation. A chaque fois qu'il était possible, on a indiqué la date de tous les exemplaires disponibles. On peut retrouver les significations des initiales des lieux de consultation dans la section « archives ». En notes de bas de page, le lecteur trouvera des indications sur les renseignements qu'il peut espérer trouver dans les ouvrages cités. Si tous n'ont pas servi la présente étude, ils peuvent être utiles à d'autres.

Archives et bibliothèques

JD : Bibliothèque Jourdan

BNF : Bibliothèque Nationale (voir en particulier le PRISME, documentation sur les entreprises où l'on trouve la documentation d'Euronext)

BSG : Bibliothèque Ste Geneviève

ULM : Bibliothèque ENS-Ulm

SC-PO : Bibliothèque de la Fondation des Sciences Politiques

CAMT : Centre des Archives du Monde du Travail

78, bd Général Leclerc BP 405

59 057 Roubaix Cedex 1

03.20.65.38.00

camt@culture.gouv.fr

BC : Bibliothèque Cujas

IHESS : Institut d'histoire économique et sociale de la Sorbonne

EURO : Centre de documentation d'Euronext Paris¹

Monsieur Douëzy/ Valérie Labarthe

39 rue de Cambon

01.49.27.11.23

- collection complète des annuaires de la cote officielle des agents de change 1880-1937
- Chambre syndicale des agents de change : procès verbaux 12/08/1801 à 28/08/1882 ; 30/11/1933 à 13/03/1963
- L'Economiste français 1874-1929
- L'Economiste Européen 1892-1901 et 1912-1926
- Le Rentier 1901-1926
- Collection complète du Cours authentique ou Cote officielle 1796-1999

¹ Une partie de la documentation a disparu dans l'incendie du Crédit Lyonnais.

- Raffalovitch *Le marché français* 1893-1913
- DOCFIN SEF 1919-... ? sociétés, cours, rendement, ...

A la vente (voir le site et Mr. Perrot)

- CD-ROM DAILY : le RM 1977-2001, pour toutes les actions jour par jour : les cours (1^{er}, plus haut, plus bas, dernier) les volumes traités, (pas le nombre de titres ?), les coefficients d'ajustement des cours, sous format texte compatible avec Excel : 342,34 € en 2002
- CD-ROM Année boursière, 1992-1999 : toute l'année boursière sous format pdf, 100€

COB : Centre de documentation de la COB

17 place de la Bourse

75082 Paris Cedex 02

01.53.45.62.00

permanence tel : lundi & jeudi 9h30-12h30 ; consultation sur rdv : ts jrs :13h30-17h30

centrededoc@cob.fr

- CD-roms à disposition (DAFSA, année boursières....)
- Statistiques boursières de la COB (reprises de SBF-Euronext) depuis 1993
- Dossiers de coupures de presse par sujet (ex : dossier n° 436, capitalisation boursière)

CEREG, Centre de la Recherche en Gestion

CEREG - base de données AFFI-SBF, janvier 1977-juin 1991, en CD-ROM (5000FF)

à l'attention de Yolène MARTIN

Université Paris-Dauphine

Place de Lattre de Tassigny

75 775 Paris Cédex 16

tél : 01-44-05-45-08

télécopie : 01-44-05-40-23

Voir site : <http://www.dauphine.fr/cereg/BaseAFFISBF.html>

HU = Hors d'Usage (note pour la BNF)

Sources boursières primaires

▪ Bourse de Paris : Cote officielle

Annuaire des valeurs admises à la cote officielle, Compagnie des Agents de Change près la Bourse de Paris

[BC S 45468 : 1893 ; 1898 ; 1903 ; 1910 ; 1911 ; 1912 ; 1915/17 ; 1926/27 (?)]

[BSG AE 8° SUP 334 :1880, 1883, 1888-1894, 1896, 1900, 1902, 1905-14, 1935-36]

[BN 8-V-4617:1880-1904 ; 1884/85 et 1895 manquants ; 4-V-6252: 1906-1914 ;

1918/21 ; 1924/25 ; 1936/37 ; MICROFILM M 19600

EURO collection complète 1880-1937 :

in 8° :1880 ; 1881/82 ; 1883 ; 1884/85 ; 1886/87 ; 1888/89 ; 1890 ; 1891 ; 1892 ;

1894 ; 1895 ; 1896 ; 1897 ; 1898 ; 1899 ; 1900 ; 1901 ; 1902 ; 1903 ; 1904 ; 1905

in 4° : 1906 ; 1907 ; 1908 ; 1909 ; 1910 ; 1911 ; 1912 ; 1913 ; 1914 ; 1915/17 ;

1918/21 ;1922/23 ; 1924/25 ; 1926/27(1) ; 1926/27(2) ; 1928/29(1) ; 1928/29(2) ;

1930/31(1) ; 1930/31(2) ; 1932/33(1) ; 1932/33(2) ; 1934/35(1) ; 1934/35(2) ;

1936/37(1) ; 1936/37(2)]

*Cours authentique et officiel*², Compagnie des Agents de Change de Paris,
[BN Fol-V-95 depuis 1866 ou 4°V-59993;
EURO : 1796-Aujourd'hui, incomplet, quotidien et hebdomadaire]

▪ Bourses de Province

*Annuaire de la compagnie des agents de change de Lyon*³, A Rey
[BSG AE 4° SUP 456: 1909-11, 1912-14, 1914-20, 1924-25]
[BN 4 V 5670 : 1903-1931/36]

*Cote Officielle de la compagnie des agents de change près la Bourse de Lyon*⁴
[BN FOL-V-4138 : 1900-16 ; 1920-24]
[BN JO 65349 : 1910/14 ; 1925-89 : HU incommunicable, même suite à une demande
exceptionnelle]

Annuaire de la compagnie des agents de change de Lille, Lille, Danel, périodicité irrégulière,
officiellement tous les deux ans
[BN 8-V-25398 : 1892, 1895, 1907, 1911, 1913, 1920, 1924]

Cours authentique et officiel – compagnie des agents de change de Lille
[BN JO 55167 : 1908-14 (HU 1913-14) 19-22 ; 1941-67]

Bulletin quotidien de la cote – compagnie des agents de change de Bordeaux
[BN JO 50305 : 1881-1991]

Annuaire bourse de Marseille [BN 8 V 43592 : pas de date ?]

*Bulletin quotidien d'information de la bourse de Marseille – compagnie des agents de change
de Marseille*
[BN JO 56091 : 1910 ; 1941-89]

*Bulletin de la cote (quotidien). Cours authentique et officiel – compagnie des agents de
change de Toulouse*
[BN JO 5625 : 1956-67]

*Bulletin de la cote (quotidien). Cours authentique et officiel – compagnie des agents de
change de Nantes*
[BN GR FOL JO 1814 : 1938-67 ; JO 41 887 : hebdomadaire 1934]

Cours authentique et officiel – bourse des valeurs de Nancy
[BN JO 51772 : 1929-72]

² Devient *la Cote officielle* en 1978. Sont précisés, le nombre de titres inscrits, l'exercice précédent brut, dernier coupon payé au porteur, clôture de la veille ou dernier cours coté, désignation des valeurs, comptant, cours extrêmes.

³ Pour toutes les sociétés cotées, les cours moyens, répartitions bénéfiques, bilan, parfois compte de résultat, et compte de profit et perte.

⁴ Les cours à terme des sociétés cotées à Lyon uniquement et sur un autre marché (Paris) sont distingués, les indications de cours, de coupons et dividendes sont précisées mais pas le nombre de titres émis ou admis. Il faut pour cela aller consulter l'Annuaire. [on a pu consulter uniquement un exemplaire pour 1913]

*Annuaire des principales valeurs cotées*⁵, Bordeaux, 1925, édition du Crédit Commercial de France

▪ **Valeurs en banques (ex-coulisse depuis 1898)**

J.A. DECOURDEMANCHE, *Manuel des valeurs cotées hors parquet à la Bourse de Paris*, Desfossés éd. [BN 8-V-24615 : 1893 ; BN 8-V-26857 : 1897 ; BN 8-V-12465 : 1899]

*Cote du syndicat des banquiers en valeurs près la Bourse de Paris*⁶

[BN FOL V 3998 : 1899-1921]

[BN GR FOL-V-1107: 1921- 1940]

Cote Hebdomadaire du syndicat des banquiers en valeurs près la Bourse de Paris

[BN JO 25140 : 1911-13]

*Cote des courtiers en valeur mobilière de Paris*⁷

[BN GR FOL-JO-3235 : 1942-1961]

▪ **Autres cotes et sources sur les marchés parisiens**

*Cote Desfossés*⁸

[BN V 4180 : 1895-1992]

*Cote officielle des courtiers en valeur*⁹ [BN JO-20082 : 1910]

Annuaire analytique des sociétés cotées de Paris, Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy, Nantes, Toulouse, Editions de la Société d'Etudes et de statistiques financières [BC 9720 :1928] [BN FOL-V-6151 : 1929 ; 1930 ; 1932 ; 4-V-19288 :1934 ?]

Données compilées à partir de la Cote officielle de la bourse de Paris, de Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy, Nantes, Toulouse, de l'Information, de la Cote Desfossés, de la Cote de la Banque et de la Bourse (ex-Vidal) – le premier daterait de 1926...

Annuaire général des sociétés françaises par actions et des principales sociétés étrangères (cotées et non cotées), L'Information éd. (1898 à 1907) [BC S 23238 : 1914-1919] : indications de l'adresse, capital, objet.

Annuaire Chaix [BC S 45.621 ; S 45.620: 1934] [BN 8-V-24.882 :1892-1974; lacunaire, 1899]

⁵ Sur les sociétés cotées dans le Sud-Ouest, pas d'annuaire de la bourse de Bordeaux

⁶ Quotidien, précise pour le comptant les nombres de titres admis, la valeur nominale, les cours cotés (+ht, +bas), les cours précédents (+ht, +bas), les coupons (date du dernier payé, n°, montant net), montant brut du dernier exercice. Inconvénient, n'est pas systématique pour préciser les cours précédents. Pour les valeurs à terme : capital, valeur nominale, cours de compensation, cours de report, cours (+ht, +bas) à terme, coupons (date, net, brut), exercices précédent.

⁷ Cote quotidienne, sous forme de journal, de la coulisse officialisée sous Vichy (loi 14 février 1942 : création d'un Comité des Bourses de Valeur seul habilité à négocier les titres non inscrits au marché officiel.) Titres émis, admis, nominal, dernier coupon détaché, net au porteur ou au nominatif, (attrib. Sousc. A.105).

⁸ Titre inscrit : « cours de la banque et de la bourse » aux éditions Desfossés. Précise les cours et les coupons des valeurs cotées au parquet (Cote officielle) et au marché en banque (coulisse), à terme et au comptant, plus qques valeurs cotées sur les bourses de province et étrangères. Pas d'indication du nombre de titres inscrits ou émis. Fusionne en 1992 avec *La Tribune de l'Expansion*, pour donner *la Tribune Desfossés*.

⁹ journal financier : parquet (terme, comptant), marché en banque (terme/comptant), marché libre, Lyon, Lille, Bruxelles, Londres

manquant...]

Almanach Financier (I. Rousset dir.), Paris, Le journal financier édition
[BN 8 V 462 : 1868-1940 (complet sauf 1871)]

Le Rentier, à partir de 1900, relevé d'émissions de Neymarck [EURO : 1901-1926 ; BN]

▪ **Données bourse de Paris – (après 1945)**

*DOCFIN, SEF*¹⁰

[BN JO-82461 : 1921 ; 1925/27-1930/34, 32 manquant ; 1929/30 ; 1931-1934 ;
1935/38-1940/43 ; 1936/38 ; 1940/41 ; 1942 ; 1943/44 ; recap. 1946 ; 1947 ;
1948 ; 1949 ; 1950-51-52 non publié ; 1953-1958 récapitulatif 1938-1958 ; 1960-1969 ;
1972-1973]

*Année boursière*¹¹,

[BN 4-JO-18225 : 1963-1999 (1975 ; 1983, 1988 et 89 manquants), disquette pour
l'année 1993,
CD-ROM pour 1999 ; CD-ROM depuis 1992 en vente à Euronext ;
BC 23.784 : 1964 ; 1989 porté manquant ; 1990 ; 1993
BSG : 4 AE SUP : 1969-87 ? non vérifié]

Fact Book 2000, ParisBourse SA [BN PRISME 80.067 ENEXT]

Décisions et avis, Bourse de Paris, la vie des sociétés, quotidien
[BN 4-JO-23092 : 1967-97 ? et 4-JO-69595 : 1993-1999]

Statistiques mensuelles de la Bourse de Paris [BN 4-JO-19835 : 1967-1988] puis *Actions*,
mensuel sur les statistiques boursières [BN 4-JO-19835 : 1988-1999]¹²

Annuaire des sociétés cotées (Maison-Alfort) [BN 4-V-S7247 ou BN PER S-450 : 1992/93]

Le guide des valeurs françaises cotées à la cote officielle et au second marché – 1983 [BN
cote perdue...]

¹⁰ Récapitulatif 1938-1953 issu de sources INSEE : nombre de sociétés au marché officiel et à la cote des courtiers ; 1955 par secteur, index avec toutes les valeurs ; 1956 capitalisation boursière (grand tableau sur 320 valeurs).

¹¹ Commence en 1963, nombre de sociétés cotées, à partir de 1964, les capitalisations par secteur INSEE, informations similaires pour les bourses de province ; 1969 par secteur et par valeur, valeur nominale, capitalisation boursière...

¹² Statistiques par valeur pour celles cotées à terme (environ 200 sociétés) : nombre de titres (inscrits, traités, moyenne par séance terme/comptant), valeur nominale, capitalisation boursière, cours au dernier jour du mois, cours extrêmes, montant du dernier coupon détaché, taux de rendement

*Annuaire Desfossés*¹³,

[BN 4-V-6363 : 1907-10 et 8-V-14041 : 1904-1905, 1911-1914, 1920, 1925, 1927, 1929, 1931, 1933-1934 ; 1936-1938 ; 1945-1949, lacunaire ; demander les microfilms MFILM 4-V-6363]

[BSG AE 8° SUP 1.336 : 1907-08, 1910-1913, 1927; 1945-46; 1975; 1977; 1979]

[IHESS : 1907-1914, 1917, 1925, 1928, 1931-35]

[BC S 46324 : 1950-51]

avant 1912, cet *Annuaire* ne comporte que les sociétés cotées en coulisse ; 1929 : pour toutes les sociétés cotées au marché officiel/marché en banque, on trouve objet, capital social, cours 1921-28 (ht, bas), bénéfices nets, dividendes nets par action, bilan actif/passif

Annuaire des valeurs inscrites à la cote du Marché des Banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris, Syndicat des banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris¹⁴ [BN 4-V-7247 : 1902 ; 1911 ; 1913 (hors d'usage) ; 1922] [IEP Coll 4° 772]

BALO, Bulletin des Annonces Légales Obligatoires [BN FOL-LC2-6641 : 1912-auj] ; l'obligation pour les sociétés cotées de publier au BALO leur chiffre d'affaire date de 1959.

BONZON Alfred, « *Manuel des sociétés par action de la région lyonnaise* »¹⁵ (1901), 5^e édition [BN 8 V 22729 : 1898-1901]

EURONEXT : données de la SBF sur les sociétés jetées ou données aux archives CAMT

FIBEN, Fichier Bancaire des ENtreprises, données de la Banque de France

MARSEILLE Jacques, *Les performances des entreprises françaises au XX^{ème} siècle*, Le Monde Editions (1995), collection mémoire d'entreprises [ULM SG ép 4287K]¹⁶

*Recueil complet des sociétés par actions, inscrites à la « Cote officielle de la Compagnie des Agents de Change » et à « la Cote du Syndicat général des Banquiers en Valeurs » près la bourse de Paris*¹⁷ [BN FOL-V-6597 : 1934/35 ; 1935/36 ; 1937/38 ; 1939 ; 1943/44]

¹³ *Manuel des valeurs en coulisse à la bourse de Paris* (1904-1905) [BN 8-V-14041] devient *Annuaire Desfossé* (1907-1951) qui devient *Annuaire Desfossé, SEF* (1951-1981) [BN 8-V-14041 : 1950/51-1975 ; publié jusqu'en 1981], qui se divise en *Annuaire des sociétés et des administrateurs* [BN 4°V-40129 : 1982-1991] et *l'Annuaire Desfossé 1985* [BN 4-V-42581 : 1985-1989]. L'Annuaire des sociétés et des administrateurs (1982-1991) se divise en *l'Annuaire DAFSA des sociétés* [BN 4-V-55162 : 1992-1993] et *l'Annuaire DAFSA des administrateurs* [BN FOL-F-881 : 1992-1993], qui devient le DAFSA des administrateurs. L'Annuaire DAFSA des sociétés fusionne avec le *Dictionnaire des Sociétés cotées* [non reçu à la BN], successeur de *l'Annuaire Desfossé 1985*, qui devient en 1994 le *Dictionnaire DAFSA-Desfossé des sociétés* [BN 4-V-60170 : 1994-...]

¹⁴ Cours des actions (plus haut, plus bas, répartitions ?), bilan au 31 décembre 1900 (actif/passif détaillé), profits et pertes (recettes/dépenses), répartition (des bénéfices) entre actionnaires, impôt sur le dividende, héritiers, caisse de prévoyance des employés, reports... photos couleurs des titres ; informations inégales selon les sociétés ; semble aussi ne pas comporter toutes les sociétés cotées ??? ou autre cote ??

¹⁵ Description, historique des cours, des répartitions, bilan pour toutes les sociétés cotées de la région lyonnaise pour la fin du XIX^e siècle essentiellement (dernière édition en 1901).

¹⁶ sources 30' : annuaire de la cote Desfossés, La journée industrielle, dossiers conservés par le Service des études financières du Crédit Lyonnais : actifs, bénéfices nets/fonds propres ; 45' : annuaire Desfossés.

¹⁷ 1939 : 881 sociétés au parquet + 471 sociétés en coulisse au 31 décembre 1938 pour une capitalisation boursière de 296 milliards de FF

Répertoire Société des Bourses Françaises, SBF (documentation sur les sociétés) [CAMT 1998.017] : Dates extrêmes des documents : 1963 – 1998, prolonge le fond 205 AQ, 65 AQ

Répertoire Chambre syndicale des agents de change de Paris (documentation sur les sociétés) [CAMT 184 AQ] : En 1986, la Chambre syndicale des agents de change de Paris a donné aux Archives nationales de la documentation imprimée concernant les sociétés cotées en bourse (statuts, rapports annuels, notes d'information, coupures de presse). Données rangées par société. Dates extrêmes des documents : 1938 – 1965

Répertoire Association nationale des porteurs de valeurs mobilières¹⁸ (documentation économique) [CAMT 206 AQ] : Dossiers de documentation réunis par l'ANPV et composés essentiellement de coupures de presse sur l'actualité économique et financière du monde, entre 1870 et 1920 environ.

Sources secondaires

Annuaire Statistique de la France 1966 (ULM HVgfr62.4°)

Annuaire Statistique de la France 1923 (ULM HVgfr62.17, BN MFILM LC25-276)

Bulletin de statistique et de législation comparées, Imprimerie nationale, [BC S 45.378], à partir de 1905, relevé d'émissions de Neymarck

« *Capitalisation boursière des valeurs à revenu variable cotées à Paris* », Supplément Trimestriel du Bulletin de la Statistique Générale de la France [BN : 4 LC17 17 : avril-juin 1948 ; juillet septembre 1949]

« *Capitalisation boursière des valeurs à revenu variable cotées à Paris, et calcul d'un indice général des cours de ces valeurs* », Supplément trimestriel du Bulletin Mensuel de Statistique [BN : avril-juin 1950]

Congrès international des valeurs mobilières, Paul Dupont, 1900, 4 vol., dont l'étude de Théry, vol. 2 [BC M 50.794 ; BN 4 V 14156]

COURTOIS¹⁹ A., « Tableaux des cours des principales valeurs », Paris, 1877

RAFFALOVITCH A., *Le marché financier en 1891*, Guillaumin, 1892, [BN 8°V23376], et années suivantes [BN 8°V24266 : 1895, 1896, 1897, et annuel de 1906 à 1915 sauf 1911 et 1914] (liste d'émission in *Le Temps* à partir de 1894, lacunaires in 1896) [EURO : 1893-1913]

¹ère partie : notes préliminaires

²ème partie : tableau des cotations extrêmes des rentes, obligations d'Etat et de Chemins de fer

³ème partie : sociétés inscrites au parquet : date de constitution de la société, durée, objet, capitaux investis, bilan, profit et pertes, capitalisation boursière, cours des actions (ht, bas), dividendes nets

⁴ème partie : sociétés inscrites en coulisse : idem

Addendum : tribune des sociétés et derniers bilans publiés

¹⁸ Création par la Compagnie Syndicale des Agents de Change en 1898 pour tenir les actionnaires informés, informations surtout depuis 1918.

¹⁹ Premier secrétaire du syndicat de la coulisse vers le milieu du XIX^e.

« Valeurs à revenu variable cotées à la Bourse de Paris » (P. LAVOREST), Etudes Statistiques, Supplément trimestriel du Bulletin Mensuel de Statistique
[BN : janvier-mars 1957 ; avril-juin 1957 ; avril-juin 1958 ; janvier-mars 1961 ; janvier-mars 1963 ; janvier-mars 1964 (H. PALANGIE et H. VALLAS)]

Bibliographie

ACEMOGLU Daron et ZILIBOTTI Fabrizio, “*Was Prometheus Unbound by Chance ? Risk, Diversification, and Growth*”, The Journal of Political Economy, 105 (4), (Août 1997), p 709-751

ALLAIS Olivier et NALPAS Nicolas (1999), « *The Equity Premium Puzzle : An Evaluation of the French Case* », mimeo

ARBULU Pedro (1998), *Le marché parisien des actions au XIX^e siècle : performance et efficience d'un marché émergent*, thèse de doctorat ès Sciences de Gestion, Université d'Orléans [BC portée manquante, Bibliothèque de la Faculté de Sciences Economiques et de Gestion d'Orléans, TSE Orléans 1998-1-2]²⁰

BETBEZE Jean-Paul, “*Capitalisation boursière: un dangereux concept*” L'AGEFI, 9 avril 2001, issu du dossier COB n° 436

BLOCH Laurence et KREMP Elizabeth (1997) “*Ownership and Control in France*” European Corporate Governance Network, (October 1997)

BOUVIER Jean et al. (1970), *Histoire économique et sociale de la France*, tome IV, [ULM : Hflea216(411)8°]

CAMPBELL John et SHILLER Robert (2001), “*Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook : An Update*”, Cowles Foundation discussion paper n° 1295

DAVYDOFF Didier (2000), « *Salaires et capitalisation boursière* » Observatoire de l'Épargne Européenne, 4 Janvier 2000, issu du dossier COB n° 436

DELANNEY L., *Le marché des valeurs mobilières en France (1900-1927)*, PUF, 1928, [BN 8° V 47565]

DEMIRGUC A. et MKSIMOVIC V. (1996), « *Développement des marchés boursiers et financement des entreprises* », Finances et Développement, p 45-47

DENUC Jules, « Dividendes, valeurs boursières et taux de capitalisation des valeurs mobilières françaises de 1857 à 1932 », *Bulletin de la Statistique Générale de la France*, volume XXIII, juillet 1934, p 691-767 [BN MFILM 4 LC17-17]

²⁰ Capitalisation boursière détaillée pour toutes les sociétés et par secteur de la Cote officielle de la Bourse de Paris pour les années 1802, 1805, 1810, 1815, 1820, 1825, 1830, 1835, 1840, 1845, 1850, 1855, 1860, 1865, 1870, 1880, 1890, 1900, 1910, 1920 – ne sont prises en compte que les actions ordinaires, au cours moyen. L'auteur calcule en outre un indice des cours et un indice des revenus (dividendes) suivant une méthodologie proche de celle utilisée par l'INSEE au XX^e siècle.

- DESSIRIER Jean, « *Les indices des valeurs mobilières en France et en divers Pays* », in REP mars-avril 1928, 42^{ème} année, p 202-232²¹
- DUBOST Robert, « *La bourse de Lyon* », Thèse de la Faculté de droit – Université de Lyon (1938) [BN 8 F 40233]
- DUGE DE BERNONVILLE, L. (1931) « Les revenus privés en France avant et après la guerre », in M. Huber, *La population de la France pendant la guerre, avec un appendice sur les revenus avant et après la guerre*, pp. 911-965, PUF
- DUGE DE BERNONVILLE, L. (1933), « *Les revenus privés* », in « La France économique en 1932 », pp. 639-661, Revue d'Economie politique mai-juin 1933 (vol. 47, n°3)
- GERSCHENKRON A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge MA, Harvard University Press
- GLAESER E.L. et SHLEIFER Andrei (2001), « *Legal Origins* », NBER Working Paper n°8272 (mai 2001)
- GREENWOOD J. et JOVANOVIC Boyan (1990), “*Financial Development, Growth and the Distribution of Income*”, Journal of Political Economy 93 (1990), pp.223-247
- GREENWOOD J. et JOVANOVIC Boyan (1999), “*The IT Revolution and the Stock Market*”, American Economic Review 89(2) (Mai 1999), pp.116-122
- HACHETTE I. et MAI H. M., « *Les traitement des données manquantes pour la recherche en finance : le cas de la base de données AFFI-SBF* », Cahier du CEREG, Université de Paris-Dauphine
- HAMON Jacques et JACQUILLAT Bertrand (1992), *Le marché français des actions, études empiriques 1977-1991* (PUF, 1992) : utilise la base de données AFFI-SBF
- HAMON Jacques et JACQUILLAT Bertrand, « *Les données actions de la banque de données boursières AFFI-SBF* », Cahier de recherche du CEREG, n°9014
- HAMON Jacques et JACQUILLAT Bertrand, « *Les données actions de la banque de données boursières AFFI-SBF* », Finance, 12 juin, p65-104
- HAUTCOEUR Pierre-Cyrille (1994), *Le marché boursier et le financement des entreprises, 1890-1939*, thèse de l'université de Paris I, [BC Reserve T94-202-1 et T94-202-2]
- JOHNSON S., R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER (2001), « *Tunneling* », American Economic Review 90 (May 2000), pp.22-27

²¹ Il calcule des indices des cours, des indices des dividendes distribués, et donc des taux de capitalisation sur toute la période 1870-1928 (à partir de qqes dizaines de valeurs cotées). Sur toute la période 1870-1928, les taux de capitalisation sont de l'ordre de 3-4 %, c'est-à-dire un peu supérieurs aux taux des valeurs à revenu fixe jusqu'en 1913, puis ces derniers sont sensiblement supérieur (8-9 %) pendant les années 20. D'après ces chiffres, il faut attendre la fin des années 20 pour que les cours des actions et leurs revenus distribués retrouvent le niveau de 1913 (relativement à l'inflation) : pendant les années 20, les cours et les revenus sont à des indices de 150, 200 par rapport à 1913 = 100, c'est-à-dire très en-dessous de l'inflation. Article très précis pour expliquer les calculs d'indices, mais pas très bon pour les interprétations économiques.

- JORION P. et GOETZMANN W.N. (1999), "*Global Stock Markets in the 20th Century*", Journal of Finance 54 (3) (juin 1999), pp.953-980
- JOVANOVIC Boyan et ROUSSEAU P.L. (2001), "*Vintage Organization Capital :1885-1998*", NBER Working Paper n°8166, mars 2001
- DENIS-JUDICIS Xavier et PETIT Jean-Pierre (1998), *Les privatisations*, Montchrétien
- KING R. et LEVINE R. "*Financial, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence*", Journal of Monetary Economics, 32, 1993, p 513-542
- La coulisse et sa réorganisation* (thèse, Paris), Les Presses Modernes 1930 [BN 8 F 34533]
- LAMBERT Guy « *Capitalisations comparées* », Journal des Caisses d'Epargne, Mai 1984, issu du dossier COB n° 436
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1997), « *Legal Determinants of External Finance* », NBER Working paper n°5879 (Janvier 1997)
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1998), « *Law and finance* », Journal of Political Economy 106 (6) (1998), pp.1113-1155
- LEVINE R. et ZERVOS S. "*Stock-Markets, Banks and Economic Growth*" American Economic Review, 88, n°3, 1998, p 537-558
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. (1999) "*Corporate Ownership Around the World*", Journal of Finance 54 (2) (Avril1999), pp.471-517
- LA ROUILLERE Régis de, (1993), « *Rendement sur longue période de quelques actifs financiers* », Risques n°15 – juillet-septembre 1993, pp. 103-119 [SC-PO : P 4 5956]
- LEVINE R. (1996), « *Les marchés boursiers stimulent la croissance* », Finances et Développement, p 7-10
- LEVY-LEBOYER Maurice & BOURGUIGNON François, "*L'Economie Française au XIX^e siècle: Analyse macro-économique*" (1985), p 328-332
- MALISSEN Marcel, « *L'Autofinancement des sociétés en France et aux Etats-Unis* », (1953) [BN 8 F 44284]
- MICHALET Charles-Albert, *Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours*, (PUF, 1968)
- MOREAU-NERET Olivier, *Les valeurs françaises depuis 1940*, (Sirey, 1957) [JD 336.76 (44) MOR]
- MOREAU-NERET Olivier, *Les valeurs mobilières*, (Sirey, 1939) [BC M 126100, porté manquant ; BN 4°V13.864]

- NALPAS N. (2000), « *Modèles intertemporels d'évaluation d'actifs financiers : une évaluation sur données françaises de longue période* », Cahier de la Maison des Sciences Economiques (MSE), Paris
- NEYMARCK Alfred (1911 a), *Finances contemporaines*, tome VII, Alcan, Paris 1911 [BC M 35761]
- NEYMARCK Alfred (1911 b), *La Statistique internationale des valeurs mobilières* (La Haye 1911),
- NEYMARCK Alfred (1911 c), *Les Bilans dans les sociétés par action* (1911) [BN 4 F Pièce 1213]
- OBSFELD M. (1994) "Risk-Taking, Global Diversification and Growth", The American Economic Review 84, p 1310-1329
- PALANGIE H. et LAVOREST P. (1963), *Statistiques des valeurs mobilières*²² INSEE [BC M 24.105-32 ; ENSAE : C.0160-1]
- PARDES Pierre « *La Bourse de Bordeaux* », (thèse, Paris)²³ 1933, [BN 8 F 36470]
- PETIT Muriel (2001), *Base de données ESF 1920-1939 – Actions, note méthodologique* (septembre 2001)
- PETIT Muriel, *Indices actions de la bourse de Lille 1900-1960* (Université de Lille 2)
- PIKETTY Thomas (2001), *Les Hauts revenus en France : Inégalités et redistributions 1901-1998*
- POTERBA J.M. et SAMWICK A., "Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption", Brookings Papers on Economic Activity 1995 (2), pp.295-372
- RAJAN R.G. et ZINGALES L. (2001), "The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20th Century", NBER Working Paper n°8178 (mars 2001)
- RAJAN R.G. et ZINGALES L. (1998), "Financial dependence and Growth", The American Economic Review, 88, n° 3, p 559-586
- SAINT-MARC Michèle (1974), « *Introduction aux statistiques monétaires et financières françaises (1807-1970)* » in Revue internationale de l'Histoire de la Banque, n° 8, Librairie Droz, Genève 1974, p 98 à 110 [ULM HU193A 8°]
- SAINT-MARC Michèle (1983), *Histoire monétaire de la France 1800-1980* (PUF), chapitre 3, « Evaluation de l'épargne française » p 45 à 60 [JD 93.336(44)SAI ; BC M47.871] : reprise de l'article précédemment cité.

²² Il s'agit du cours de l'ENSAE du même nom auquel il est fait parfois référence dans les *Annuaire Statistiques de la France*.

²³ Historique et droit de la bourse de Bordeaux ; peu d'intérêt statistique sinon les frais de courtage pratiqué. Guère intéressant en soi.

SAINT-PAUL (1992), "*Technological Choice, Financial Markets and Economic Development*", European Economic Review 36, p 763-781

TANDONNET Paul, « *Des Agents de Change* », (thèse, Bordeaux), 1900

VALLAS H., « *Masse des bénéfices des sociétés françaises cotées en Bourse* », Etudes Statistiques, Supplément trimestriel du Bulletin Mensuel de Statistique (juillet-septembre 1962)

« *Les porteurs de valeurs mobilières en 2000* » ParisBourse SA & Banque de France (juin 2000) [BN PRISME 084.65 ENEXT]

« *Rise and Fall : a survey of global equity markets* », The Economist, 5 mai 2001

« *La Bourse* », Cahiers français, n° 277, juillet-septembre 1996, La Documentation Française

« *Bourse et marchés financiers* » Cahiers français, n° 301, mars-avril 2001, La Documentation Française

Bulletin COB, n° 286 décembre 1994, « *La part des pays émergents dans la capitalisation boursière mondiale en 2000* », extrait des Entretiens de la COB 1994, issu du dossier COB n° 436

Quelques sites Internet utiles

- <http://campussc.univ-lille2.fr/www/>: Groupe de travail de l'université de Lille : *Finance historique*, animé par PC hautcoeur. Deux fichiers sont notamment disponibles :
 - 1/ Le fichier "Valeurs" contient pour chaque société cotée au marché officiel parisien entre 1890 et 1936 plusieurs caractéristiques : date de création, d'inscription à la cote, de disparition (le cas échéant), secteur, montant du capital nominal libéré et capitalisation boursière des titres cotés (Kr), des titres non cotés (Krcn, évaluée par la valeur des titres cotés, selon une méthode précisée dans la thèse), et des obligations (Ko : obligations connues et répertoriées dans "obligations"). Ces montants sont en millions de francs courants. Ils sont fournis uniquement à quelques dates: 1891, 1901, 1913, 1929, 1936.
 - 2/ Le fichier "Coulisse" contient en stocks et en flux des données sur le nombre de sociétés cotées au marché officiel et en coulisse de la Bourse de Paris entre 1890 et 1937 pour des sous-périodes homogènes.
- <http://www.world-exchanges.org> : site de la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs FIBV : statistiques sur 1990-2001 pour tous les marchés du monde avec nombre de sociétés cotées, capitalisation boursière de sociétés domestiques, transactions boursières, capitalisation des obligations – données Acrobat ou Excel.
- www.cob.fr: En plus des informations essentielles sur le rôle de la COB, on trouve en ligne la base de données SOPHIE : cette base regroupe l'ensemble des documents d'information visés, enregistrés, déposés ou soumis à l'appréciation de la COB, depuis janvier 1997. Il existe aussi dans les statistiques de la COB certaines informations sur le marché boursier, mais elles sont essentiellement des reprises des données fournies par SBF-Euronext.

- <http://membres.lycos.fr/tradefou/paris.htm> : Historique succinct mais efficace de la bourse de Paris.
- www.euronext.com/fr/: Le site Internet d'Euronext, avec un lien pour l'ancien site transformé de la Bourse de Paris. Un maximum d'information est disponible en ligne, toute la cote officielle récente, les indices par secteur, généraux, une partie de *L'Année boursière* 1999 en format pdf, et un grand nombre d'informations techniques sur le marché boursier français contemporain.
- www.globalfindata.com: Beaucoup de statistiques historiques sur les marchés financiers dans le monde, la plupart sont payantes : on relève pour la France, un indice des cours mensuel depuis 1856, un indice quotidien depuis 1968 ; ils annoncent un indice de revenu (dividendes) issu de Jean Dessirer²⁴. Ils proposent des séries élaborées par Morgan Stanley Capital international (MSCI) sur des PER pour la France remontant à 1971²⁵. La série de capitalisation boursière annuelle qu'ils proposent remonte à 1946, et les séries sur les volumes de transaction à 1994. On retrouve, de façon intéressante les a priori anglo-saxons sur le marché boursier français avec des remarques sur l'emprise du gouvernement français et les nationalisations²⁶.
- <http://www.dauphine.fr/cereg/BaseAFFISBF.html>: Les références pour la base de données AFFI-SBF, les données boursières action de la bourse de Paris de 1977 à 1992.
- <http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>: données sur les marchés boursiers américains construites par Robert Shiller, notamment les indices de cours, de dividendes, de bénéfices et les ratios correspondants (PER, dividend-price ratio).

²⁴ « Les Prévisions Statistique des Mouvements des Valeurs de Bourse », *Journal de la Société Statistique de Paris*, (May 1928): 160-192 (1860-1913), Indices Généraux du Mouvement Economique en France de 1901 à 1931, pp. 143-145, 160, (1919-1931), Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques, *Annuaire Statistique de la France*, Paris: INSEE et INSEE, *Bulletin Mensuel Statistique*, Paris: INSEE (1932-72), Banque de France (1973-)

²⁵ La série de PER est vendue 55\$ sur le site Internet.

²⁶ On peut noter, par plaisir, la réflexion suivante sur la façon de construire les indices : “*These indices changed their base periodically, and in the last few years of their existence, changed their base to the last trading day of the previous year, a peculiarly French habit which only the Italians and Spanish have been silly enough to copy.*”

TABLE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

	Pages
Graphique 1 : Ratio de capitalisation boursière au PIB selon Rajan et Zingales (2001).....	17
Graphique 2 : Les actionnaires en France (1978-2002).....	35
Graphique 3 : Pourcentage de la population française possédant des actions et des valeurs mobilières.....	36
Graphique 4 : Evolution de la capitalisation boursière rapporté au PIB au XIX ^e siècle.....	40
Graphique 5 : Evolution de la capitalisation boursière rapportée au PIB au XX ^e siècle.....	44
Graphique 6 : Nombre de sociétés cotées par million d'habitant en France (1900-2000).....	45
Graphique 7 : Ratio du volume des transactions au PIB et à la capitalisation boursière.....	47
Graphique 8 : Estimation du volume total des transactions rapporté au PIB (1900-2001)....	48
Graphique 9 : Rapport entre les dividendes saisis et les dividendes estimés par le rendement et la capitalisation boursière.....	52
Graphique 10 : Part des dividendes versés par les sociétés cotées sur les dividendes versées par l'ensemble des entreprises.....	54
Graphique 11 : Part des dividendes des sociétés cotées et de l'ensemble des sociétés par rapport au PIB.....	56
Graphique 12 : Rapport de la capitalisation boursière estimée par Michèle Saint-Marc et notre série.....	57
Graphique 13 : Rapport entre l'indice des cours boursiers et un indice de capitalisation boursière.....	59
Graphique 14 : Rapport entre un indice réel du cours des actions et un indice du ratio de capitalisation boursière au PIB.....	60
Graphique 15 : PER au cours d'ouverture, en mensuel (1971-2002).....	63
Graphique 16 : Ratio prix-dividendes en France (1900-2000).....	64
Graphique 17 : Evolution de la part de l'effet champ.....	65
Graphique 18 : Evolution d'un portefeuille d'action françaises avec réinvestissement des coupons selon la prise en compte ou non de l'avoir fiscal.....	69
Graphique 19 : Part de la capitalisation boursière totale représentée par des sociétés exerçant outre-mer à la bourse de Paris selon l'INSEE (1945-1969).....	74

Graphique 20 : Evolutions des ratios de capitalisation action et obligations au PIB (1962-1999).....	76
--	----

Tableau 1 : Capitalisation boursière comparée selon les données de l'INSEE et d'après la saisie de l'auteur.....	42
--	----

Tableau 2 : Valeur nominale des titres créés pour indemniser les actionnaires des nationalisations de 1944-46.....	71
--	----

Tableau 3 : Part des privatisations récentes sur la capitalisation boursière.....	73
---	----

Annexe A : Données sur la capitalisation boursière des actions françaises

Tableau A-1 : Capitalisation boursière française totale estimée.....	82
Tableau A-2 : Capitalisation boursière comparées (Etats-Unis, Grande-Bretagne, France, Allemagne) selon Rajan et Zingales.....	84
Tableau A-3 : Capitalisation boursière au XIX ^{ème} selon Pedro Arbulu.....	84
Tableau A-4 : Capitalisation boursière sur le siècle estimée par le produit fiscal selon M. Saint-Marc.....	85
Tableau A-5 : Capitalisation boursière (1880-1938) selon les estimations de la Compagnie des Agents de Change.....	85
Tableau A-6 : Capitalisation boursière (1891-1936) selon PC Hautcoeur.....	86
Tableau A-7 : Capitalisation boursière de la Cote officielle (1920-1938) Petit-Hautcoeur..	86
Tableau A-8 : Capitalisation boursière des actions françaises 1938 et 1945-59, INSEE.....	86
Tableau A-9 : Capitalisation boursière de Paris – sociétés nationalisés (1945-1955).....	87
Tableau A-10 : Capitalisation boursière par territoire des sociétés exerçant outre-mer.....	88
Tableau A-11 : Capitalisation boursière des actions françaises 1960-82, INSEE.....	88
Tableau A-12 : Capitalisation boursière des actions françaises 1978-88, INSEE.....	89
Tableau A-13 : Capitalisation boursière des actions françaises 1989-98, INSEE.....	89
Tableau A-14 : Capitalisation boursière des actions de la base AFFI (1977-91).....	89
Tableau A-15 : Capitalisation boursière mensuelle des actions françaises 1966-71, INSEE..	90
Tableau A-16 : Capitalisation boursière des actions en Francs 1964-2002, SBF-EURONEXT.....	91
Tableau A-17 : Capitalisation boursière des actions en Euros 1964-2002, SBF-EURONEXT.....	92
Tableau A-18 : Capitalisation boursière par place boursière du marché officiel.....	93
Tableau A-19 : Capitalisation boursière par place boursière du second marché.....	93
Tableau A-20 : Capitalisation boursière par place boursière de la zone franc.....	93
Tableau A-21 : Capitalisation boursière française saisie – Paris, coulisse et province.....	94

Tableau A-22 : Capitalisation boursière de la cote officielle de Lille – M. Petit.....	95
Tableau A-23 : Capitalisation boursière estimée de Lyon et autres bourses de province.....	96

Annexe B : Dividendes associées aux capitalisations boursières

Tableau B-1 : Dividendes estimés des sociétés cotées sur le siècle.....	97
Tableau B-2 : Dividendes saisis par l’auteur pour 1900-1913 et 1920-1938.....	99
Tableau B-3 : Données fiscales IRVM et timbre.....	99
Tableau B-4 : Ratios de dividendes et effet champ.....	100
Tableau B-5 : Dividendes de l’entre-deux-guerres de la Cote officielle.....	101
Tableau B-6 : Masse totale des dividendes selon SBF-Euronext.....	102
Tableau B-7 : Nombre de sociétés ayant versé un dividende.....	103
Tableau B-8 : Dividendes payés en titres selon SBF-Euronext.....	104
Tableau B-9 : Dividendes versés dans la base AFFI	104
Tableau B-10 : Données de la Comptabilité Nationale concernant les dividendes.....	105

Annexe C : Nombre de sociétés cotées

Tableau C-1 : Nombre de sociétés cotées par habitants au XIX ^e siècle.....	106
Tableau C-2 : Nombre de sociétés cotées France, Etats-Unis, Allemagne et Grande-Bretagne, d’après Rajan et Zingalès.....	106
Tableau C-3 : Nombre de société cotées 1900-1913.....	106
Tableau C-4 : Données de l’INSEE sur le nombre de sociétés cotées 1945-1965.....	107
Tableau C-5 : Nombre de sociétés cotées ayant leur activité en outre-mer, par territoire 1945-1955.....	107
Tableau C-6 : Evaluation du nombre de sociétés par actions 1900-1930.....	108
Tableau C-7 : Nombre de sociétés cotées, avec les sociétés nationalisés 1945-1955.....	109
Tableau C-8 : Données par place boursière SBF-Euronext 1963-1990.....	110
Tableau C-9 : Données par marché sur le nombre de sociétés cotées 1964-2001.....	111

Annexe D : Autres indicateurs du marché boursier

Tableau D-1 : Volume des transactions 1964-2001.....	112
Tableau D-2 : Détail par place boursière des volumes de transaction valeurs françaises.....	113
Tableau D-3 : Détail par place boursière des volumes de transaction zone franc.....	113
Tableau D-4 : Evaluation du volume des transactions à partir de l'impôt sur les opérations de bourse (avant 1940).....	114
Tableau D-5 : Données SBF-Euronext sur les obligations (1969-1999).....	115
Tableau D-6 : Indices boursiers sur le siècle.....	116
Tableau D-7 : Rendements des actions sur le siècle, avoir fiscal inclus ou non.....	118
Tableau D-8 : PER depuis 1971.....	120
Tableau D-9 : Répartition sectorielle de la bourse de Paris 1913-2002.....	121

Annexe E : Données sur disquette du détail des données saisies

E-1 : 1900 : cote officielle, coulisse	
E-2 : 1905 : cote officielle	
E-3 : 1910 : cote officielle	
E-4 : 1913 : cote officielle, coulisse, Lille, Bordeaux	
E-5 : 1920 : coulisse, Lille sans double cotation	
E-6 : 1929 : coulisse, Lille sans double cotation	
E-7 : 1938 : coulisse, Lille sans double cotation	
E-8 : 1945 : cote officielle, coulisse, Lille, Nantes,	
E-9 : 1950 : cote officielle	

Annexe F : Méthodologie de la saisie des données

F-1 : Principes généraux de la saisie.....	122
F-2 : Détails particuliers pour quelques années.....	123
F-3 : Méthodologie des données de J. Denuc.....	125
F-4 : Méthodologie des données de l'INSEE.....	125

TABLES DES MATIÈRES

<i>Remerciements</i>	2
<i>Résumé</i>	3
<i>Sommaire</i>	4
INTRODUCTION.....	5
SECTION 1 : REVUE DE LITTÉRATURE.....	8
1.1. La littérature sur le développement financier.....	8
1.1.1. <i>Impact théorique du développement financier sur la croissance</i>	9
1.1.2. <i>Etudes empiriques</i>	11
1.1.3. <i>Les déterminants du développement financier</i>	12
1.2. Le déterminant du système légal.....	13
1.3. L'explication technologique.....	16
1.4. L'impact de la mondialisation : la courbe en U de Rajan et Zingales.....	17
1.5. La controverse sur le cas français.....	19
SECTION 2 : PRÉSENTATION THÉORIQUE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE.....	21
2.1. Définitions.....	21
2.1.1. <i>Définition</i>	21
2.1.2. <i>Une notion ambiguë</i>	21
2.2. Déterminants théoriques.....	22
2.2.1. <i>Les déterminants de la capitalisation boursière</i>	22
2.2.2. <i>La capitalisation boursière à l'état stationnaire</i>	23
2.2.3. <i>Les facteurs d'évolution de la capitalisation boursière</i>	25
2.3. Effet champ et effet valorisation.....	26

SECTION 3 : PRÉSENTATION DES DONNÉES ET DES INSTITUTIONS BOURSIÈRES..... 27

3.1. Les marchés boursiers français au XX ^e siècle.....	27
3.1.1. <i>La Cote Officielle de la bourse de Paris</i>	27
3.1.2. <i>Les places de province</i>	28
3.1.3. <i>La coulisse ou le marché en banque</i>	28
3.1.4. <i>La réorganisation de la fin de siècle</i>	29
3.1.5. <i>Les autorités boursières</i>	30
3.2. Les types d'actions.....	30
3.2.1. <i>Les actions ordinaires</i>	30
3.2.2. <i>Les actions de jouissance</i>	31
3.2.3. <i>Les parts de fondateurs</i>	31
3.2.4. <i>Les parts de bénéficiaires</i>	31
3.2.5. <i>Les actions de priorités</i>	32
3.3. Les données.....	32
3.3.1. <i>Les données primaires</i>	32
3.3.2. <i>Les données secondaires</i>	33
3.3.3. <i>Les données fiscales</i>	34
3.3.4. <i>Les documents de synthèse pour la période récente</i>	34
3.3.5. <i>Données sur l'actionnariat français des deux dernières décennies</i>	35
3.3.6. <i>L'estimation de Michèle Saint-Marc</i>	37
3.3.7. <i>Les données existantes</i>	38
3.3.8. <i>Les données saisies par l'auteur</i>	39

SECTION 4 : RÉSULTATS 40

4.1. Aperçu historique pour le XIX ^e siècle.....	40
4.2. Les séries établies.....	41
4.2.1. <i>Des données brutes aux estimations</i>	41
4.2.2. <i>Le ratio de la capitalisation boursière au PIB</i>	43
4.2.3. <i>Le nombre de sociétés cotées par habitant</i>	45
4.2.4. <i>Le volume des transactions rapporté au PIB et à la capitalisation boursière</i>	46
4.3. La question du champ.....	49
4.3.1. <i>L'évaluation idéale</i>	49
4.3.2. <i>L'évaluation par les dividendes</i>	50
4.3.3. <i>L'évaluation par la capitalisation boursière</i>	57
4.3.4. <i>L'évaluation par les indices</i>	58
4.3.5. <i>Bilan des différentes évaluations</i>	61
4.4. Deux effets : champ et valorisation.....	62
4.4.1. <i>Le rendement des actions et les PER</i>	62
4.4.2. <i>Distinguer les deux effets</i>	64

SECTION 5 : PERSPECTIVES.....	66
5.1. Les déterminants de l'effet valorisation.....	66
5.1.1. <i>L'évolution du taux de profit et la distribution des dividendes</i>	66
5.1.2. <i>La fiscalité</i>	67
5.2. Les déterminants de l'effet champ.....	70
5.2.1. <i>La question des nationalisations et des privatisations</i>	70
5.2.2. <i>Le cas des colonies</i>	74
5.2.3. <i>L'arbitrage avec les valeurs à revenu fixe</i>	75
5.2.4. <i>La question juridique</i>	76
5.2.5. <i>Les retraites et le système d'assurance</i>	77
5.3. Ebauche d'une étude sectorielle.....	77
CONCLUSION.....	79
ANNEXES.....	81
A. <i>Données sur la capitalisation boursière des actions françaises</i>	82
B. <i>Dividendes associées aux capitalisations boursières</i>	97
C. <i>Nombre de sociétés cotées</i>	106
D. <i>Autres indicateurs du marché boursier</i>	112
E. <i>Données saisies à partir des cotes boursières (sur disquette)</i>	
F. <i>Méthodologie des données saisies</i>	122
<i>Sources et Bibliographie</i>	126
<i>Table des tableaux et graphiques</i>	139
<i>Table des annexes</i>	141
<i>Table des matières</i>	144