

Le marché boursier et l'internationalisation du capitalisme français à la veille de la première guerre mondiale

Pierre-Cyrille Hautcoeur

A paraître dans P.C. Hautcoeur & alii, *L'économie française dans la compétition internationale au XXe siècle*, à paraître, Comité pour l'histoire économique et financière de la France

Introduction

Lorsque historiens ou économistes étudient les marchés financiers français durant les décennies qui précèdent la première guerre mondiale, c'est en général comme instruments d'observation et de mesure destinés à répondre à des questions principalement macroéconomiques. Ainsi, on a tenté de mesurer globalement une "profondeur financière" *nationale* qui serait une explication de la croissance économique (de Goldsmith, 1968 à Levine, 1997). En ce qui concerne les relations financières avec l'étranger, on utilise les émissions de titres ou les variations de capitalisation boursière comme indicateurs des flux de capitaux dont on veut mesurer l'impact éventuel sur l'accumulation du capital national et sur la croissance (de Bouvier, 1979, ou Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1986, à Obstfeld & Taylor, 2004); ou, dans une perspective plus conjoncturelle, on cherche à évaluer l'impact du solde de la balance des paiements sur les taux d'intérêt, le taux de change et la politique monétaire. Dans tous les cas, la prédominance des titres publics dans le portefeuille français de titres étrangers renforce la tendance à privilégier ce type de questions macroéconomiques. Rien d'étonnant, dès lors, à ce que le capitalisme français soit considéré comme passif et ses investisseurs comme craintifs (par exemple Michalet, 1968).

Durant les « trente glorieuses », le débat sur l'impérialisme avait certes intégré l'action internationale des entreprises et des entrepreneurs français dans l'analyse globale des relations entre la France et l'étranger, mais bien davantage dans la perspective des risques de domination subis par les pays dits "périphériques" que dans celle du développement du capitalisme métropolitain ou que dans la perspective, aujourd'hui essentielle, d'une participation à la mondialisation. Les comportements étatiques et les conséquences politiques y restaient d'ailleurs essentiels (ex. : Girault, 1973).

Ces perspectives privilégiant les évaluations macroéconomiques globales négligent l'importance microéconomique des investissements à l'étranger des entreprises et des capitalistes français, alors même que la période qui précède la Grande guerre voit se multiplier les fondations de sociétés étrangères comme de sociétés françaises dont l'exploitation est localisée hors de France (y compris

hors de l'empire colonial). Le phénomène n'est pas spécialement français, et le poids du capitalisme privé est bien connu dans l'expansion impérialiste de la Grande-Bretagne. Malheureusement, en France comme ailleurs, son impact national est davantage perçu comme relevant de questions de distribution du revenu (Davis & Huttenback, 1986 ; Marseille, 1981) que de la croissance économique elle-même (ce qui, en passant, témoigne de la difficulté à sortir d'une vision métropolitaine et a posteriori du cadre national). L'étude des sociétés françaises à l'étranger (c'est-à-dire, dans la suite de cet article, des sociétés de droit français dont l'exploitation se situe principalement hors de France métropolitaine) permet, si elle est jointe à celle des sociétés étrangères cotées en France, de comprendre une modalité d'internationalisation négligée à l'heure des multinationales mais qui fut longtemps essentielle, et qui pourrait retrouver son importance à l'heure de la seconde mondialisation. Un examen attentif impose en effet de reconnaître que même du simple point de vue quantitatif (auquel nous en demeurerons pour l'essentiel dans ce travail préliminaire), les investissements directs à l'étranger réalisés par les capitalistes français ont dans l'ensemble des exportations de capitaux français une importance plus grande que ce que l'on reconnaît habituellement.

Nous voudrions donc ici réévaluer l'importance des investissements privés directs dans l'intégration internationale de l'économie française, et plus spécialement le rôle des marchés financiers dans le développement d'entreprises françaises hors de France, donc dans l'internationalisation du capitalisme français. Nous examinerons d'abord les raisons d'examiner les investissements directs à l'étranger à un niveau plus microéconomique, et montrerons que des sources permettent de mieux les observer que ce qui a été réalisé jusqu'à présent. Nous proposerons ensuite une description et une analyse de ces investissements.

Des investissements directs sans multinationales

La sous-évaluation de l'importance des sociétés françaises à l'étranger résulte sans doute de la faible considération accordée aux entreprises de taille petite ou moyenne par rapport aux multinationales qui ont joué au 20^e siècle le rôle principal dans l'internationalisation des économies. Les multinationales existent certes déjà au début du 20^e siècle (par exemple une entreprise comme L'Air Liquide multiplie les filiales à l'étranger dès ses premières années, cf. Petit, 2003). Globalement, elles restent pourtant relativement rares en France (cf. Chandler & Daems, 1980 ; Jones & Schroeter, 1993), ce qui a sans doute conduit l'historiographie à sous-estimer l'internationalisation du capitalisme français. La moindre visibilité des multinationales françaises, qui résulte entre autres du faible nombre des grandes entreprises françaises dans les secteurs de biens de consommation, a joué dans le même sens, de même que la négligence traditionnelle envers les activités de service, qui a conduit à ce que seuls les historiens de la finance s'intéressent à l'internationalisation précoce de banques comme le Crédit lyonnais. Surtout, les investissements directs français sont à l'époque moins le fait de multinationales

que de multiples sociétés de taille moyenne constituées *directement* et *exclusivement* pour développer une activité hors de France.

Ce fait ne devrait pas surprendre. En effet, la théorie contemporaine des multinationales montre que plusieurs conditions doivent être réunies pour qu'une multinationale ait de bonnes raisons d'exister : des complémentarités entre des activités situées dans différents pays sont nécessaires (par exemple production de produits primaires et leur transformation), mais en outre des raisons justifiant leur intégration dans la même entreprise doivent être présentes (Mucchielli, 1998). Ainsi, l'exploitation d'une innovation sur un marché étranger ne requiert pas la mise en place d'une filiale si une licence d'exploitation peut être vendue à une entreprise différente. De même la fabrication d'un produit peut être effectuée à l'étranger pour économiser certains coûts sans qu'une filiale soit nécessaire si des contrats de sous-traitance peuvent être mis en place. C'est donc en général quand l'internationalisation concerne des aspects de l'activité pour lesquels les marchés sont très imparfaits qu'est nécessaire l'internalisation de plusieurs activités réalisées dans plusieurs pays au sein d'une même entreprise. C'est sur l'existence de compétences, savoir-faire, technologies spécifiques à une entreprise et difficiles à définir précisément dans des contrats entre entreprises différentes que repose la supériorité des vastes organisations complexes que sont les multinationales. Avant 1914, le nombre de stades de production est plus restreint qu'aujourd'hui dans l'industrie, et si un grand nombre de sociétés étrangères comme de sociétés françaises à l'étranger exploitent des savoir-faire ou des brevets français, avec l'appui de capitaux français, elles peuvent le faire sans avoir besoin de liens permanents avec des sociétés françaises : leurs cycles de production sont indépendants, et les relations sont celles de fournisseurs ou de clients, et peuvent donc se dérouler sur le marché.

Sociétés étrangères et sociétés françaises à l'étranger

Ceci conduit à remettre en cause la distinction entre les sociétés françaises à l'étranger et les sociétés étrangères cotées en France. Certes, nombre de sociétés étrangères sont réellement fondées hors de France et ne cherchent sur le marché français que des capitaux. Ce fut le cas des grandes compagnies de chemins de fer américaines (entre autres), dans lesquels les entrepreneurs français furent peu impliqués. Il n'en est pas de même sans doute de la grande majorité des sociétés étrangères cotées en France au début du 20^e siècle. Dès lors que leurs actions sont cotées en France, en effet, c'est qu'elles y trouvent une partie substantielle de leurs actionnaires, et ce, souvent, dès l'origine, ce qui implique une responsabilité française dans leur fondation. Un examen rapide de la composition de leurs conseils d'administration le confirme, car les Français y sont largement représentés (même si un décompte précis reste à faire). De même, on le verra ci-dessous, les sociétés françaises à l'étranger et les sociétés étrangères cotées en France sont souvent comparables tant par leur localisation que par leur type d'activité, ce qui suggère que la différence juridique est souvent indépendante des déterminants

économiques principaux de leur activité (R. Girault (1973, p.66) soulignait déjà la fragilité des classements fondés sur la nationalité des sociétés)¹.

Des sociétés cotées en Bourse

Les nombreuses PME spécialisées sur lesquelles repose l'investissement direct de la France à l'étranger à la Belle Epoque sont moins propices à la monographie que de grands groupes. En revanche, on peut les observer en groupe : cette période les voit accéder massivement aux diverses cotes boursières françaises, grâce auxquelles on peut évaluer leur importance relative. La cotation en Bourse est un indicateur pertinent pour observer ces investissements. En effet, il distingue un groupe assez homogène de sociétés (celles pour lesquelles la liquidité des titres est suffisamment importante pour que la cotation soit requise) sur lesquelles les sources boursières fournissent des informations homogènes. Ces sources permettent de gagner en précision d'observation par rapport aux statistiques plus anciennes créées pour observer le marché financier. Parmi celles-ci, les premières, établies par le Crédit lyonnais dans les années 1890, mêlaient toutes les émissions dont les services de la banque avaient connaissance, y compris les placements privés. Elles distinguaient les sociétés étrangères des sociétés françaises, selon un critère juridique, mais n'observaient pas le lieu d'exploitation des sociétés. Et si une catégorie « sociétés coloniales » y apparut assez rapidement, elle n'incluait qu'une petite partie des sociétés françaises exploitant à l'étranger, y compris dans les colonies. Quant aux statistiques construites par la Statistique générale de la France à partir des années 1920 (et pour une part rétrospectivement, principalement pour la période 1907-13), si elles distinguaient les sociétés françaises exploitant « aux Colonies » et « à l'Etranger » dans leur évaluation des émissions des sociétés françaises, elles ne fournissent presque pas de chiffres pour notre période (leur effort d'étude rétrospective était limité par leur source : l'annonce des émissions publiques dans un journal d'annonces légales imposé par la loi en 1907)². Ces deux statistiques sont par ailleurs limitées aux émissions, de sorte qu'elles ne tiennent pas compte, à la différence des mesures de capitalisation, de l'évolution de la valeur des titres après leur émission. Cette évolution, qui peut être importante pour les actions, rend les statistiques de capitalisation spécialement utiles pour les titres privés.

Nous proposons ici de résumer les informations synthétiques connues pour les sociétés étrangères ayant émis ou étant cotées en France et de les comparer à des mesures de capitalisation boursière pour les sociétés françaises à l'étranger³.

¹ Le choix entre statut de société étrangère et statut de société française est certainement influencé non seulement par la nationalité des actionnaires, mais également par la protection et plus largement les avantages juridiques offerts par chaque statut, avantages qui varient d'ailleurs éventuellement non seulement selon les pays, mais également selon les activités.

² Pour plus de détail sur les différences entre ces statistiques, cf. Hautcoeur (1994), chap. 1.

³ La classification d'une société comme exploitant principalement à l'étranger comporte une part d'arbitraire, car nombre d'entreprises développent une activité secondaire à l'étranger. Nous nous intéressons ici aux entreprises principalement tournées vers l'étranger, pour lesquelles l'activité hors de France est constitutive. En

Les sociétés étrangères

La simple observation de la capitalisation boursière des titres étrangers (tableau 1) confirme l'idée classique selon laquelle la France exporte essentiellement des capitaux sous forme d'achat de titres publics. Ces évaluations biaisent cependant sensiblement la perception de la réalité. Elles mesurent souvent la capitalisation nominale des titres, alors que les titres publics sont des obligations souvent cotées sous le pair tandis que les titres privés comportent une part plus importante d'actions souvent cotées au-dessus du pair, mais aussi de titres détenus sans être cotés (R. Girault (1973) estime ainsi la valeur des actifs privés français en Russie à plus de 6 milliards, contre moins de 2 pour la seule valeur nominale des titres cotés). Surtout, les titres publics, ou ceux des grandes compagnies de chemins de fer anciennement émis, sont parfois cotés sur plusieurs places simultanément (Michie, 1988), et souvent rachetés par les nationaux, ce qui fait de la capitalisation des titres inscrits à une cote comme Paris une surévaluation du portefeuille détenu en France⁴.

L'examen des variations de la capitalisation boursière des titres étrangers cotés suggère à lui seul que les titres privés représentent une part croissante des exportations de capitaux, mais aussi que l'accroissement du portefeuille français de titres étrangers se compare très honorablement à celui du portefeuille de titres français cotés, spécialement durant la décennie qui précède la guerre (+ 4,5 milliards pour les sociétés étrangères contre + 1,77 pour les « autres sociétés » françaises). Les statistiques fiscales suggèrent également que le portefeuille d'actions étrangères (l'essentiel des titres privés) dépasse les cinq milliards (tableau 2).

Selon les statistiques du Crédit lyonnais, une comparaison des émissions est moins favorable aux sociétés étrangères, même si leur part est élevée et croissante à la fois dans les émissions étrangères et dans l'ensemble des émissions privées en France (tableau 3). On notera que la contradiction apparente avec le tableau précédent provient des différences de méthode statistique, en particulier du fait qu'une part des émissions, surtout pour les sociétés françaises, concerne des titres non cotés.

Les sociétés françaises à l'étranger

premier lieu parce qu'elles témoignent d'une orientation explicite (et non par simple continuation d'un développement hexagonal) du capitalisme français vers l'étranger. Ensuite parce que cela permet de les repérer plus aisément dans nos sources : les annuaires de la cote officielle de la Bourse et les cotes boursières propres à chaque marché, qui constituent nos sources principales, décrivent l'activité de chaque société à partir de ses déclarations, sans que l'activité soit fréquemment mise à jour. Pour les marchés moins bien renseignés dans les annuaires, les noms des sociétés témoignent en général des objectifs poursuivis hors de France quand ils sont les principaux et présents dès l'origine.

⁴ Le phénomène est bien connu pour les rentes italiennes (Broder, 1997), mais est certainement général, ne serait-ce que parce qu'il permet en partie aux nationaux de se protéger contre les abus de leurs propres gouvernements.

Les sociétés françaises à l'étranger sont habituellement négligées dans la mesure des investissements français à l'étranger, sans doute, on l'a vu, du fait du juridisme des catégories statistiques utilisées et de la prépondérance tardive des titres publics. C'est une erreur, comme le montre en premier lieu le fait qu'en 1913, la valeur des titres cotés de sociétés françaises à l'étranger atteint près de 6 milliards de francs, un montant du même ordre de grandeur que celui des titres étrangers détenus (tableau 4), et que cette catégorie est en rapide expansion.

Plusieurs traits majeurs caractérisent ce développement. En premier lieu, le nombre de sociétés françaises à l'étranger cotées augmente fortement, que ce soit à la cote officielle de Paris (122 sociétés en 1913 contre 53 en 1900), mais aussi à la coulisse (de 67 à 113 sociétés), et même sur certaines bourses de province (23 titres cotés à Lyon en 1913, mais seulement 8 à Lille et 4 à Bordeaux). Dans une période caractérisée par l'accroissement rapide du nombre de sociétés françaises qui recourent au marché boursier (Hautcœur, 1994), il est frappant que les sociétés françaises à l'étranger, qui en sont depuis plus longtemps dépendantes, voient leur part de ce marché augmenter (de 18 à 21% du nombre de titres cotés au parquet, de 32 à 34% de la coulisse). Cette progression est également vérifiée en ce qui concerne la capitalisation boursière, qui témoigne que les sociétés françaises à l'étranger sont en moyenne d'une taille similaire aux sociétés françaises (et même supérieure en coulisse en 1900). Au total, les sociétés françaises à l'étranger représentent une capitalisation de 4,6 milliards en 1913 pour la seule cote officielle (soit 21% d'une capitalisation des actions de 22 milliards), contre seulement 2 milliards en 1900. Si on ajoute la coulisse et les marchés de province (23 sociétés cotées à Lyon, quelques unes à Lille, Marseille ou Bordeaux), on atteint au moins 5,5 milliards en 1913. Enfin, les statistiques d'émission de la Statistique générale de la France suggèrent que les sociétés françaises hors de France représentent environ 17% des émissions de sociétés françaises en 1913 (tableau 5).

A la cote officielle (tableaux 6A et 6B), le poids global comme la taille moyenne des sociétés françaises à l'étranger sont fortement affectés par la présence du canal de Suez, société hors norme dont la capitalisation boursière en 1900, supérieure à 1 milliards de francs, dépasse à elle seule celle de l'ensemble des autres sociétés françaises à l'étranger. En 1913 encore, elle pèse plus de 40% de l'ensemble. Si l'on excepte le canal de Suez, les sociétés françaises à l'étranger cotées au parquet peuvent se regrouper en quatre ensembles : en premier lieu les sociétés minières (mines métalliques et houillères), dont le nombre passe de 14 à 26 mais dont le poids diminue de 43 à 27% du total entre 1900 et 1913 ; ensuite les banques, dont le nombre double de 14 à 28 tandis que le poids dans la capitalisation boursière totale augmente de 24 à 33% ; les entreprises de transport (chemins de fer, navigation et transports urbains) dont le nombre passe de 8 à 26 mais le poids de 15 à 12%. Enfin, les entreprises industrielles connaissent la plus forte progression, puisque leur nombre passe de 9 à 28 et leur part dans la capitalisation de 17 à 28%.

Cette brève description de la répartition sectorielle des sociétés françaises à l'étranger confirme le rôle de ces sociétés dans le renouvellement de l'investissement français à l'étranger. Une comparaison

(tableau 8) entre les sociétés étrangères et les sociétés françaises à l'étranger cotées au parquet montre de même que si les nombres de sociétés des deux catégories augmentent au même rythme (de l'ordre de 6% par an), l'orientation sectorielle des sociétés étrangères est beaucoup plus concentrée (finance et chemins de fer totalisent 64% du nombre de sociétés) que celle des sociétés françaises à l'étranger (où il faut ajouter l'ensemble des transports et des mines pour atteindre un même pourcentage). Certes, les chiffres des émissions des sociétés françaises à l'étranger en 1913 suggèrent au contraire une forte concentration sur la banque, mais il est probable qu'ils reflètent un petit nombre d'opérations exceptionnelles dans ce secteur (tableau 9).

La coulisse (cf. les tableaux 7A et 7B), qui joue encore en 1900 un rôle majeur concernant les sociétés françaises à l'étranger, régresse relativement après cette date, ce qui confirme l'importance et la visibilité accrues de ces sociétés sur le marché financier français. En effet, alors qu'en 1900 la coulisse compte plus de sociétés françaises à l'étranger que la cote officielle, et qu'elle fait presque jeu égal avec cette dernière en terme de capitalisation (si l'on excepte le canal de Suez), elle est nettement distancée en 1913, avec un nombre moindre de sociétés de plus petite taille (hors Suez, la taille moyenne des sociétés à la cote officielle augmente de 17 à 22 millions de francs, contre un recul de 9 à 7 millions en coulisse). Ces évolutions contradictoires correspondent certes en partie à un dynamisme renouvelé du parquet qui reprend à la coulisse la cotation d'un certain nombre de titres suite à une délimitation-réaffirmation de son monopole en 1898 (Hautcœur, 2001). Surtout, la coulisse se spécialise de manière croissante dans les sociétés de matières premières, spécialement minières (qui passent de 39 à 74% de la capitalisation des sociétés à l'étranger cotées), tandis qu'en 1900 les activités industrielles représentaient encore plus de la moitié du total⁵. Elle suit ainsi une évolution inverse de celle du parquet, ce que l'on peut interpréter comme une spécialisation sectorielle des marchés financiers parisiens.

Cette rapide analyse sectorielle témoigne du fait que l'expansion internationale du capitalisme français par l'investissement direct à l'étranger sous forme de nouvelles sociétés cotées sur les marchés financiers français ne correspond pas seulement à une mainmise sur des matières premières étrangères. Si les mines et les plantations se rattachent sans doute à cette logique, il n'en est pas de même des banques, qui par leur double attache française et étrangère jouent sans doute un rôle actif dans le financement des exportations comme des importations françaises, ni des entreprises de transport (chemins de fer ou tramways), dont le sort est lié à celui de l'économie locale, ni enfin des entreprises industrielles qui peuvent viser le marché local ou international. Dans tous ces cas, les entrepreneurs français qui les développent s'appuient sans doute conjointement sur des compétences et sur des

⁵ Ce choix est manifeste jusque dans la nomenclature de la coulisse, qui comporte en comptant les pétrolières six rubriques de sociétés minières sur 18 (2 sur 8 en 1900), alors qu'au parquet les mines autres que les charbonnages sont encore regroupées en un seul groupe, tandis qu'une rubrique pétrole se crée tout juste.

capitaux français, mais dans le cadre d'une expansion internationale du capitalisme français plus que de la création d'entités structurellement dépendantes de la seule économie française.

Enfin, la géographie des sociétés françaises à l'étranger diffère naturellement de celle des sociétés étrangères par l'importance des sociétés implantées dans l'empire colonial. Ainsi, les sociétés coloniales représentent plus de la moitié des sociétés françaises à l'étranger (tableau 10), mais une petite fraction des sociétés étrangères (tableau 11). L'Europe représente à elle seule plus de la moitié des titres étrangers cotés, selon une tradition bien connue d'ancrage continental du capitalisme français. Mais contrairement à l'apparence, l'Europe est aussi fortement représentée parmi les sociétés françaises à l'étranger. Cela est vrai au parquet, ce qui ne saurait surprendre étant donnée l'orientation de plus en plus industrielle des sociétés françaises à l'étranger durant la Belle Epoque. En coulisse surtout, la prépondérance du secteur minier ne doit pas tromper : l'Europe reste au premier plan pour les investissements miniers (mines de fer russes, et surtout, financièrement, mines de zinc de la Vieille Montagne) comme industriels (métallurgie russe). Les colonies représentent un quart des actifs (mais 46 sociétés sur 113). Les autres régions sont représentées par des sociétés de services (par exemple des banques en Argentine), de transports (chemins de fer ou tramways) ou des mines (comme la société ottomane des mines Balıka-Karaöğüz). Enfin, les flux de capitaux semblent à la veille de la guerre s'orienter de nouveau vers l'Europe et les Amériques davantage que vers les colonies, du moins si l'on en croit les statistiques ponctuelles laissées par la Statistique générale de la France (tableau 12).

Ainsi, les entreprises françaises à l'étranger et les entreprises étrangères cotées à Paris tracent ensemble un tissu de relations économiques entre la France et le reste du monde plus complexe que l'image souvent retenue d'un capitalisme français limité au contrôle des ressources coloniales et à l'achat de dettes publiques russes ou ottomanes. Avec des actifs privés nets sur l'étranger de l'ordre d'un quart du PIB en 1913, la France est au cœur de l'économie mondiale non seulement comme prêteur, mais comme entrepreneur, et contribue ainsi activement à la première mondialisation.

Conclusion

Au terme de ce travail, nous espérons avoir convaincu que l'étude des entreprises françaises exploitant à l'étranger permet de mieux comprendre les relations économiques internationales de la France, et de sortir en particulier d'une vision purement financière des « exportations de capitaux » au profit d'une interprétation en termes d'investissements directs à l'étranger. Ce travail reste préliminaire. Il nous reste à comprendre mieux les **raisons** de ces investissements à l'étranger. La multiplicité des secteurs et des destinations suggère que le simple approvisionnement de l'industrie française en matières premières n'y suffit pas, non plus que la création de débouchés pour les entreprises françaises. Sans doute, la disponibilité de capitaux et la liquidité offerte par les marchés boursiers (qui nous ont ici servi de guide) rendent possible ces investissements, l'accessibilité des marchés locaux et

internationaux joue aussi un rôle, les conditions locales de production sont importantes, et les relations entre entrepreneurs locaux et français essentielles (relations qui sont certainement loin d'être uniquement financières). L'analyse de ces relations, spécialement des réseaux conduisant à la création de « grappes » de sociétés dans un même pays ou une même région, doit donc être conduite. Par ailleurs, si cette perspective est juste, les **conséquences** de ces investissements à l'étranger sur l'économie française ne peuvent plus être étudiées à l'aide d'un simple cadre macroéconomique déterminant le coût du capital. Les interactions entre l'économie française et les entreprises issues des investissements directs français à l'étranger jouent un rôle dans la croissance française qu'il reste à déterminer. La mesure financière des performances de ces entreprises est une première étape, nécessaire ; celle des circulations des entrepreneurs en est une autre. Nous suggérons ici qu'une analyse quantifiée s'appuyant sur un ensemble de sociétés (les sociétés cotées) à la fois large et limité doit permettre de progresser dans la compréhension de ces phénomènes.

Bibliographie

- Bouvier, J., « L'extension des réseaux de circulation de la monnaie et de l'épargne », in F. Braudel et E. Labrousse (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, IV-1, 1979, pp. 161-98.
- Bozio, A., *La capitalisation boursière en France au 20^e siècle*, mémoire de DEA, EHESS, 2002
- Broder, A., « L'or et la balance des paiements pendant la longue stagnation », in Y. Breton, A. Broder & M. Lutfalla (dir.), *La longue stagnation en France, l'autre grande dépression, 1873-1897*, Economica, 1997, pp. 193-224.
- Chandler, A.D. & H. Daems, *Managerial Hierarchies, Comparative Perspectives on the Rise of Modern Industrial Enterprise*, Cambridge, Harvard U.P., 1980
- Davis, L. & Huttenback, *Mammon and the pursuit of Empire*, Cambridge UP, 1986 ;
- Marseille, J., *Empire colonial et capitalisme français*, A. Michel, 1981
- Girault, R., *Emprunts russes et investissements français en Russie, 1887-1914*, A. Colin, 1973.
- Goldsmith, R.W., *Financial structure and development*, Yale U.P., 1968
- Hautcœur, P.-C., *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises, 1890-1936*, thèse de doctorat, U. de Paris I, 1994, disponible sur <http://www.delta.ens.fr/hautcoeur/these/these.htm>
- Hautcœur, P.-C., « Le marché financier français entre 1870 et 1900 », in Y. Breton, A. Broder & M. Lutfalla (dir.), *La longue stagnation en France, l'autre grande dépression, 1873-1897*, Economica, 1997, pp. 235-65.
- Jones, G. & Schroeter, *The Rise of Multinationals in Continental Europe*, E. Elgar, 1993.
- Levine, R., "Financial development and economic growth : views and agenda", *Journal of economic literature*, vol.35, n°2, 1997, pp.688-726.
- Lévy-Leboyer, M., et F. Bourguignon, *L'économie française au 19^e siècle*, Economica, 1986
- Marnata, F., *La Bourse et le financement des investissements*, A. Colin, 1973.

- Michalet, Ch. A., *Les placements des épargnants français*, PUF, 1968.
- Michie R.C., "Different in name only ? The London Stock Exchange and foreign Bourses, c. 1850-1914", *Business history*, XXX, janvier 1988, p.46-68.
- Moreau-Néret, O., *Les valeurs mobilières*, Sirey, 1939
- Mucchielli, J.-L., *Multinationales et mondialisation*, Paris : Le Seuil, 1998.
- Obstfeld, M. & A. M. Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, New York: Cambridge University Press, 2004.
- Petit, M., « Emergence d'une bourse française : la bourse régionale de Lille au 19^e siècle », 2002
- Petit, M., « Le financement d'une start-up : L'Air liquide, 1898-1913 », *Finance, contrôle et stratégie*, 2004
- Saul, S. *La France et l'Egypte de 1882 à 1914, intérêts économiques et implications politiques*, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1997.
- Statistique générale de la France, « Emissions et remboursements de valeurs mobilières en France en 1938 », *Bulletin de la Statistique générale de la France*, XXVIII, 1938-39, pp. 428-38
- Ulmer, H., « Les émissions de valeurs mobilières et l'épargne en France », *Bulletin de la Statistique générale de la France*, 1939, pp. 295-335.

Annexe : données et calculs

Les statistiques présentées ci-dessus sont construites à partir de bases de données réunies par Hautcœur (1994), Petit (2002) et Bozio (2002), complétées pour les besoins de cette étude à partir des *Annuaire des sociétés cotées* et des *Cotes boursières*.

Des données sont manquantes (nombre de titres, cours, ou dividende versé) pour un petit nombre de titres cotés sur les différentes cotes. Pour un certain nombre de sociétés, les *Cotes boursières* ne donnent pas de cours en fin d'année mais indiquent un dividende non nul (c'est le cas pour 5 titres à la cote officielle en 1900, et paradoxalement de 10 titres en 1913). Dans ces cas, nous avons supposé que le cours pouvait être estimé en supposant que le rendement par dividende était de 8% (un taux plus élevé que celui de tout secteur, ce qui implique donc une prime de liquidité substantielle, et conduit sans doute donc à une minimisation de la capitalisation boursière). Les modifications en résultant à l'échelle d'un secteur, et a fortiori de la cote, sont minimes. En revanche nous avons supposé que les dividendes manquants étaient nuls.

TABLEAUX

Tableau 1 : capitalisation boursière des titres français et étrangers cotés au parquet de Paris

	Capitalisation boursière des titres cotés à Paris			Variation durant la période	
	1891	1902	1913	1891-1902	1902-13
valeurs françaises					
Rentes	26018	26029	25468	11	-561
Collectivités locales	1807	2211	2467	404	256
Colonies	174	467	1078	293	611
Chemins de fer	18550	19932	22954	1382	3022
Crédit Foncier	4355	4312	5884	-43	1572
Autres sociétés	6959	7182	8959	223	1777
Total nominal	57863	60133	66810	2270	6677
Total réel	58850	64027	70104	5177	6077
valeurs étrangères					
fonds d'États	54367	61403	64894	7036	3491
Chemins de fer	6530	7113	10438	583	3325
Autres sociétés	1204	1655	6113	451	4458
Total nominal	62101	70171	81445	8070	11274
Total réel	51261	66093	70762	14832	4669
Total général nominal	119964	130304	148255	10340	17951
Total général réel	110111	130120	140866	20009	10746

Légende : les capitalisations sont nominales (valeurs faciales des titres), sauf les deux totaux réels (calculés aux cours de Bourse) ; le premier totalise les valeurs françaises, le second l'ensemble des titres cotés, français et étrangers. Les données sont en millions de francs courants et en fin d'année. Source : Moreau-Néret (1939, p. 296).

Tableau 2 : revenu des valeurs mobilières étrangères abonnées et estimation de leur valeur

	Revenu imposé		Capitalisation implicite	
	Action	obligation	Actions	Obligations
1895	46,2	70,2	770	1404
1900	86,8	78,7	1446	1574
1905	114,4	98,6	1906	1972
1910	203,3	175,8	3388	3516
1913	317,3	267,9	5288	5358

Source pour le revenu imposé : Moreau-Néret (1939, vol.2 p.295).

Légende : Les capitalisations implicites sont calculées en supposant un revenu distribué de 6% pour les actions, 5% pour les obligations.

Tableau 3 : émissions de titres étrangers en France

	Total	Emissions étrangères en France			Emissions françaises total	part étr. dans émissions en France	part sociétés étr. dans ém. privées en France
		dont Publiques	Actions	Obligations privées			
1892-1900	597	410	131	55	799	43%	20%
1901-1910	1260	832	228	200	1146	52%	29%
1911-1913	1649	712	468	470	2348	41%	31%

Légende : montant des émissions annuelles moyennes de titres étrangers en France selon le Crédit lyonnais.

Source : Marnata (1973).

Tableau 4 : importance des sociétés françaises à l'étranger

	Nombre		Capitalisation boursière	
	1900	1913	1900	1913
Cote officielle	53	122	471 496 692	4 603 669 553
Coulisse	67	113	625 464 591	824 182 532
Total	120	235	1 096 961 283	5 427 852 085

Source : voir texte.

Tableau 5 : émissions des sociétés françaises à l'étranger en 1913

	Sociétés anciennes			Sociétés nouvelles		Total
	nombre	Emissions		Nombre	Emissions d'actions	Montant
		actions	obligations			
Toutes sociétés françaises	440	564	1158	835	916	2638
Sociétés exploitant aux Colonies	31	62	10,8	51	45,2	118
Sociétés exploitant à l'étranger	30	92,2	156,4	24	89,3	337,9
Part des sociétés hors de France	14%	27%	14%	9%	15%	17%

Sources : Pour les sociétés françaises dans leur ensemble, les nombres d'émissions sont la moyenne annuelle entre 1907 et 1913 (source : *Bulletin de la Statistique générale de la France*, mars 1939, p. 429); en revanche les montants sont bien ceux de 1913 (Ulmer, 1929, p. 300). Les chiffres pour les sociétés exploitant hors de France sont tirés du *Bulletin de la Statistique générale de la France*, mars 1939, pp. 432-33)

Tableau 6A : place des sociétés françaises à l'étranger (FE) au parquet de la Bourse de Paris en 1900

	Nombre		Capitalisation Boursière		Dividendes versés		Part des FE dans le total		Part du secteur dans total des FE		
	total	FE	total	FE	total		FEnb	CB	divid	nb	CB
Banques	38	14	2 510 486 500	198 690 000	86 487 973	6 151 960	37%	8%	7%	26%	10%
Assurances	32	0	789 712 000	-	27 773 017	-	0%	0%	0%	0%	0%
Canaux	9	8	1 176 762 150	1 176 642 150	39 894 178	39 894 178	89%	100%	100%	15%	59%
Chemins de fer	35	6	4 664 012 630	124 078 350	157 338 285	4 570 795	17%	3%	3%	11%	6%
Docks et Halles	6	0	120 195 538	-	6 250 685	-	0%	0%	0%	0%	0%
Eaux	6	1	215 091 440	32 800 000	8 027 172	1 200 000	17%	15%	15%	2%	2%
Filatures	2	0	42 800 000	-	2 500 000	-	0%	0%	0%	0%	0%
Gaz	16	0	768 151 016	-	41 106 979	-	0%	0%	0%	0%	0%
Electricité	15	0	235 345 000	-	6 717 900	-	0%	0%	0%	0%	0%
Houillères	5	1	86 856 000	11 880 000	3 173 040	420 000	20%	14%	13%	2%	1%
Forges et aciéries	13	1	296 687 080	18 240 000	13 865 470	-	8%	6%	0%	2%	1%
Métaux	5	1	49 050 000	1 250 000	2 525 000	-	20%	3%	0%	2%	0%
Mines métalliques	15	13	371 008 800	349 848 800	16 381 766	15 913 766	87%	94%	97%	25%	17%
Construction mécanique	11	0	66 070 000	-	2 190 000	-	0%	0%	0%	0%	0%
Construction navale	3	0	43 322 400	-	2 138 000	-	0%	0%	0%	0%	0%
Navigation	7	1	150 872 200	1 500 000	7 228 000	120 000	14%	1%	2%	2%	0%
Transport urbain	25	1	425 693 907	3 000 000	14 272 427	40 000	4%	1%	0%	2%	0%
Produits chimiques	14	5	187 209 485	70 818 000	7 061 750	1 200 000	36%	38%	17%	9%	4%
Matériels et outillages	6	0	79 150 000	-	3 710 000	-	0%	0%	0%	0%	0%
Matériaux de construction	3	0	23 360 000	-	1 165 000	-	0%	0%	0%	0%	0%
Alimentation	10	1	250 519 175	16 500 000	10 582 740	1 000 000	10%	7%	9%	2%	1%
Imprimeries et journaux	10	0	168 535 500	-	6 812 700	-	0%	0%	0%	0%	0%
Magasins	3	0	95 629 920	-	4 294 612	-	0%	0%	0%	0%	0%
Divers	1	0	334 000	-	-	-	0%	0%		0%	0%
										0%	0%
Total	290	53	12 816 854 741	2 005 247 300	471 496 692	70 510 699	18%	16%	15%	100%	100%
Total hors canaux	281	45	11 640 092 591	828 605 150	431 602 514	30 616 521	16%	7%	7%	85%	41%

Source : voir texte.

Tableau 6B : place des sociétés françaises à l'étranger (FE) au parquet de la Bourse de Paris en 1913

	Nombre		Capitalisation boursière		Dividendes versés		Part des FE dans total			Part du secteur dans total des FE		
	total	FE	total	FE	total	FE	nb	CB	divid	nb	CB	
Banques	72	28	5 842 099 200	877 427 250	219 530 240	32 689 200	39%	15%	15%	23%	19%	
Assurances	45	0	985 346 405	-	45 895 223	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Canaux	8	5	1 947 183 804	1 933 613 954	66 633 640	65 980 070	63%	99%	99%	4%	42%	
Chemins de fer	66	16	4 671 746 515	235 151 219	202 028 064	7 796 310	24%	5%	4%	13%	5%	
Docks	10	0	80 332 049	-	3 734 590	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Eaux	7	1	262 098 450	11 342 500	12 237 535	650 000	14%	4%	5%	1%	0%	
Filatures	5	2	82 774 000	22 614 000	4 604 284	964 284	40%	27%	21%	2%	0%	
Gaz	22	0	352 513 000	-	18 403 630	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Electricité	47	2	964 814 890	11 880 000	32 639 994	820 100	4%	1%	3%	2%	0%	
Houillères	21	5	1 449 224 000	86 700 000	50 160 484	3 395 000	24%	6%	7%	4%	2%	
Forges et Aciéries	23	4	800 691 150	104 222 000	30 376 790	3 158 000	17%	13%	10%	3%	2%	
Métaux	12	2	243 938 000	32 820 000	11 790 000	1 875 000	17%	13%	16%	2%	1%	
Mines métalliques	29	21	738 980 375	649 745 850	23 993 844	22 071 294	72%	88%	92%	17%	14%	
Construction mécanique	19	0	355 545 122	-	15 412 015	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Construction navale	4	0	91 603 000	-	4 048 000	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Navigation	21	6	188 510 831	64 542 875	7 836 980	2 238 700	29%	34%	29%	5%	1%	
Transport Urbain	44	4	651 584 123	19 539 405	28 693 195	831 129	9%	3%	3%	3%	0%	
Produits chimiques	31	10	945 154 713	363 892 500	41 964 466	15 792 083	32%	39%	38%	8%	8%	
Matériels et outillages	6	0	153 203 000	-	6 000 000	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Matériaux de construction	8	2	46 253 225	4 522 000	2 340 800	233 300	25%	10%	10%	2%	0%	
Alimentation	22	3	388 646 095	101 475 000	20 460 315	5 350 000	14%	26%	26%	2%	2%	
Imprimeries et journaux	15	0	174 049 200	-	9 560 780	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Magasins	8	0	329 489 575	-	17 312 545	-	0%	0%	0%	0%	0%	
Divers	43	11	283 659 554	84 181 000	15 941 915	4 854 300	26%	30%	30%	9%	2%	
Total	588	122	22 029 440 275	4 603 669 553	891 599 328	168 698 771	21%	21%	19%	100%	100%	
Total hors canaux	580	117	20 082 256 471	2 670 055 599	824 965 688	102 718 700	20%	13%	12%	96%	58%	

Source : voir texte.

Tableau 7A : place des sociétés françaises à l'étranger (FE) à la coulisse en 1900

	Nombre		Capitalisation boursière		Dividendes versés		Part des FE dans total		
	Total	FE	total	FE	total	FE	nb	CB	dividen
Assurances et Banques	16	2	91 946 000	13 980 000	4 378 400	857 400	13%	15%	20%
Ch de fer et transports	22	3	42 049 250	5 760 000	1 544 635	159 580	14%	14%	10%
Eclairage, Electricité, Gaz, Eaux	19	1	70 786 550	820 000	3 371 700	200 000	5%	1%	0%
Métallurgie, Fabriques de machines	34	16	396 979 241	252 113 841	18 786 594	10 994 800	50%	74%	50%
Mines de Charbons, Cuivre, Fer, Zinc, Plomb, Argent, Diamants	29	21	318 103 550	210 633 500	16 364 663	10 082 012	72%	66%	60%
Mines d'or, Sté d'explorations	5	5	31 563 750	31 563 750	338 000	338 000	100%	100%	100%
Journaux, Librairie, Papeterie, Publicité	8	0	14 876 000	-	561 600	-	0%	0%	0%
Valeurs Diverses	78	18	416 733 055	68 293 500	21 695 155	1 518 080	23%	16%	10%
Total	211	67	1 383 037 396	625 464 591	67 040 747	26 649 872	32%	45%	40%

Source : voir texte.

Tableau 7B : place des sociétés françaises à l'étranger (FE) à la coulisse en 1913

	Nombre de titres		Capitalisation boursière		Dividendes versés		dans total		
	total	FE	totale	FE	total	FE	nb	CB	divid
Assurances & Banques, Sté foncières & Immobilières	16	4	53 851 000	24 390 000	2 553 809	1 173 800	25%	45%	
Ch de fer, Tramways, transports auto & divers	27	5	90 924 200	34 217 000	3 682 506	1 679 150	19%	38%	
Eaux, Eclairage, Electricité, Forces motrices, Gaz	22	3	56 920 850	10 428 200	2 331 961	185 750	14%	18%	
Ind Textiles, Soies artificielles, teintureries	13	2	46 851 200	3 980 000	2 031 345	-	15%	8%	
Automobiles & Cycles	10	0	57 265 000	-	3 536 720	-	0%	0%	
Métallurgie, Constructions mécaniques	39	11	312 403 732	102 107 932	16 245 145	5 646 249	28%	33%	
Mines de Charbon	17	8	618 925 675	65 265 675	18 467 605	2 742 205	47%	11%	
Mines de Cuivre	11	9	54 817 000	52 867 000	435 600	435 600	82%	96%	
Mines de Fer, Plomb, Zinc	31	26	255 693 500	248 940 500	10 381 350	10 335 850	84%	97%	
Mines d'argent, diamants, or	18	11	59 114 250	39 151 500	1 941 250	945 000	61%	66%	
Mines diverses, carrières, trusts miniers	19	12	62 815 600	43 418 600	2 534 135	1 819 475	63%	69%	
Journaux, Librairie, Papeterie, Publicité	10	0	21 630 100	-	1 142 621	-	0%	0%	
Valeurs Coloniales, Caoutchouc	14	10	67 428 158	41 171 350	3 941 297	2 418 891	71%	61%	
Photo, Phono, cinéma, cercles & attractions	19	0	140 719 330	-	22 874 417	-	0%	0%	
Alimentation, brasseries, hôtels, restaurants, distilleries & sucreries	24	5	113 742 525	36 219 775	4 987 471	1 546 000	21%	32%	
Valeurs Pétrolifères	5	4	127 883 800	94 060 000	2 550 000	2 550 000	80%	74%	
Valeurs Diverses	40	2	172 038 320	24 965 000	12 764 407	5 625 000	5%	15%	
Mines d'or et d'exploration (Australie - Afrique du Sud)	1	1	3 000 000	3 000 000	187 500	187 500	100%	100%	
Total	336	113	2 316 024 240	824 182 532	112 589 138	37 290 469	34%	36%	

Source : voir texte.

Tableau 10 : importance des sociétés coloniales parmi les sociétés françaises à l'étranger cotées au parquet, 1913

	Nombre		Capitalisation boursière		Dividendes versés		Part des coloniales dans le total des FE			Part du secteur dans total colo	
	FE	colo	FE	coloniales	FE	coloniales	nb	CB	divid	nb	CB
Banques	28	14	877 427 250	567 423 500	32 689 200	22 822 520	50%	65%	70%	19%	34%
Chemins de fer	16	12	235 151 219	133 971 219	7 796 310	6 516 310	75%	57%	84%	17%	8%
Eaux	1	1	11 342 500	11 342 500	650 000	650 000	100%	100%	100%	1%	1%
Filatures	2	2	22 614 000	22 614 000	964 284	964 284	100%	100%	100%	3%	1%
Houillères	5	1	86 700 000	27 680 000	3 395 000	1 280 000	20%	32%	38%	1%	2%
Mines métalliques	21	17	649 745 850	471 380 850	22 071 294	15 396 294	81%	73%	70%	24%	28%
Navigation	6	3	64 542 875	14 782 875	2 238 700	1 043 500	50%	23%	47%	4%	1%
Transport Urbain	4	4	19 539 405	19 539 405	831 129	831 129	100%	100%	100%	6%	1%
Produits chimiques	10	4	363 892 500	294 460 000	15 792 083	11 597 083	40%	81%	73%	6%	18%
Matériaux de construction	2	2	4 522 000	4 522 000	233 300	233 300	100%	100%	100%	3%	0%
Alimentation	3	1	101 475 000	8 855 000	5 350 000	525 000	33%	9%	10%	1%	1%
Divers	11	11	84 181 000	84 181 000	4 854 300	4 854 300	100%	100%	100%	15%	5%
Total (y compris autres secteurs)	122	72	4 603 669 553	1 660 752 349	168 698 771	66 713 720	59%	36%	40%	100%	100%
Total hors canaux	117	72	2 670 055 599	1 660 752 349	102 718 700	66 713 720	62%	62%	65%	65%	4%

Source : voir texte.

Tableau 8 : comparaison des sociétés étrangères et des sociétés françaises à l'étranger cotées au parquet de Paris

	sociétés étrangères	soc. françaises à l'étranger	sociétés étrangères	soc. françaises à l'étranger
	1891	1900	1913	1913
Finance	17	14	50	28
Chemins de fer	14	6	40	16
(dont actions seules)	11	6	25	12
Ports et transports	0	10	5	15
Charbons	0	1	7	5
Mines	0	13	3	21
Eaux	0	1	2	1
Chimie	0	5	5	10
Gaz	4	0	6	0
Sidérurgie-mécanique	0	2	6	6
Electricité	1	0	5	2
Divers	2	1	12	18
Total	38	53	141	122
dont chemins de fer	37%	11%	28%	13%
dont finance	45%	26%	35%	23%
dont autres	18%	62%	36%	64%

Légende : Finance inclut banque, assurance, sociétés foncières et immobilières. Divers inclut les industries textiles, alimentaires.... Sidérurgie-mécanique inclut les constructions navales et la production métallique.
Source : voir texte.

Tableau 9 : distribution sectorielle des émissions des sociétés françaises à l'étranger en 1913

	Colonies Etranger	
Finance	63,7	204,9
Mines	18,2	37,9
Transports et ports	6,9	42,7
Commerce	13,1	
Agriculture	5,9	15,5
Divers	10,2	36,9
	118	337,9

Source : *Bulletin de la Statistique générale de la France*, mars 1939, pp. 432-33.

Tableau 11 : répartition géographique des sociétés étrangères cotées au parquet de Paris en 1913

	Total	Europe (dont Russie)	Colonies	Amérique Latine	Autres (dont Emp. Ott.)
Banques	46	24	0	14	8
Chemins de fer	40	16	2	10	12
idem (actions seules)	25	14	2	5	4
Assurances	2	2			
Ports	2	1		1	
canaux/transports	3	2		1	
Charbons	7	7			
Mines	3	1			2
Foncières	3	1		1	1
Eaux	2		2		
Chimie	5	3			2
Gaz	6	4			2
Sidérurgie	6	5			1
Electricité	5	3		1	1
Divers	12	6	1	1	4
Total	142	75	5	29	33
dont région dans total	100%	53%	4%	20%	23%
idem dans chemins de fer	100%	56%	8%	20%	16%
idem dans banques	100%	52%	0%	30%	17%
idem dans autres	100%	63%	5%	9%	23%

Source : voir texte.

Tableau 12 : répartition géographique des émissions de sociétés françaises à l'étranger, 1913

Colonies	Maghreb	96,6
	Reste Afrique	11,4
	Autres	10
	Total colonies	118
Etranger	Europe	105,6
	Afrique et Asie	59
	Amériques	173,3
	Total étranger	337,9
Total général		455,9

Source : *Bulletin de la Statistique générale de la France*, mars 1939, pp. 432-33.