

**Asymétries d'information, coûts de mandat
et financement des entreprises françaises, 1890-1936.**

Pierre-Cyrille Hautcoeur

Université d'Orléans, LEO (Laboratoire orléanais d'économie) et DELTA (unité mixte de recherche CNRS-EHESS-ENS); Ecole normale supérieure, 48, boulevard Jourdan, 75014, Paris. Courrier électronique: hautcoeur@delta.ens.fr ou Pierre-Cyrille.Hautcoeur@univ-orléans.fr . Internet: <http://www.delta.ens.fr/hautcoeur>.

Résumé

La période 1890-1939 se caractérise par un paradoxe : d'un côté, de forts coûts de mandat devraient empêcher le développement d'un marché des titres privés, et en particulier les émissions d'actions. En effet, asymétries d'information, difficultés de contrôle des dirigeants et lacunes de la législation vont toutes rendre périlleuse la position des obligataires ou des actionnaires minoritaires. Or dans le même temps le marché financier connaît une croissance considérable. Cet article présente ce paradoxe et examine l'influence effective des coûts de mandat sur le financement grâce à une base de données nouvelle sur les opérations financières des entreprises cotées. Il montre que cette influence est parfois sensible, mais qu'elle touche les seules sociétés pouvant être soupçonnées, sur la foi d'indices visibles, de faire courir des risques aux détenteurs de leurs titres, les autres sociétés pouvant en revanche se développer en s'appuyant sur le marché.

Summary

Asymmetric information, agency costs and the financing of French firms, 1890-1936

The period from 1890 to 1939 is characterized by a paradox: on one side, high agency costs should hinder the development of a market for private securities and especially for shares, since information is seldom and highly asymmetric between savers and firm's managers, and a very unrestrictive regulation allows the owner-managers to appropriate easily the firm's assets. At the same time, the capital market registers an important growth of private quotations and issues. This paper presents this paradox and examines the influence of agency costs on individual firms finance using a new database containing all financial operations by a thousand listed firms during 50 years. We show that the influence of agency costs cannot be neglected since firms presenting signs of a higher risk for savers are not able to issue as easily as the others, but also that this feature was not sufficient to prevent the development of the market.

Mots clefs : asymétries d'information, coûts de mandat, financement, marché financier, coûts de transaction, droit des sociétés, entre-deux-guerres, Belle époque, 1914.

Codes J.E.L. : G 3, K 2, N 2.

Asymétries d'information, coûts de mandat et financement des entreprises françaises, 1890-1936 *

La théorie économique récente donne une importance considérable aux problèmes d'information. En particulier, la théorie financière met depuis Jensen et Meckling (1976) les asymétries d'information entre catégories d'agents au cœur de l'explication des structures financières des entreprises : alors que depuis le théorème de Modigliani et Miller, les raisons traditionnellement invoquées en faveur de l'existence de structures de financement préférées, voire optimales, étaient abandonnées (sauf les raisons fiscales), les asymétries d'information et les coûts de mandat qui y sont associés sont désormais acceptés comme leur explication la plus profonde (cf. par exemple Stiglitz, 1992). Mieux encore, cette théorie permet de rendre compte du crédit de nombre des explications hétérogènes des structures de financement qui prévalaient antérieurement¹.

La diffusion de l'information entre les différents agents dépend fortement de la structure institutionnelle du marché, en particulier de l'attention que le système juridique y porte et des formes de contrôle qu'il prévoit. De ce fait, on ne peut éviter l'examen des structures institutionnelles qu'en postulant que le marché est contraint à donner satisfaction à tous ses participants sous peine de disparaître (une variante de l'hypothèse de la sélection naturelle habituelle dans la défense de la concurrence parfaite). Une partie importante de la théorie financière refuse une telle simplification, et montre que des asymétries d'information peuvent modifier l'équilibre du marché, transformer les rôles relatifs des différents modes de financement et le montant total des capitaux alloués à l'investissement, sans que le marché disparaisse pour autant. Du fait que l'effet des asymétries d'information sur le comportement

* Cet article constitue une version fortement remaniée du chapitre 5 de ma thèse de doctorat (Hautcœur, 1994), dans laquelle on pourra trouver plus de détails sur les données, la législation et la jurisprudence, ainsi que des tests statistiques supplémentaires. Je remercie A. Babeau, Ch. de Boissieu, V. Lévy-Garboua, M. Lévy-Leboyer, J. Métais et E. White, ainsi que les participants aux séminaires du National Bureau of Economic Research, du DELTA, du Département Économie et Finance du groupe HEC, du California Institute of Technology, de Stanford University, aux Journées de l'AFSE 1996, à la Canadian conference in economic history (1997) et au 3e World congress of cliometrics (1997) pour leurs remarques et suggestions au cours de l'élaboration de ce travail. Les remarques convergentes d'un rapporteur anonyme et de P. Sicsic ont particulièrement contribué à améliorer certaines parties.

¹ Ainsi, si la taille, l'âge ou l'activité des entreprises sont souvent considérées par les études empiriques comme des explications des formes de financement, la plupart de ces déterminants ne sont justifiables dans une perspective théorique rigoureuse que par le recours à une information imparfaite et par l'hypothèse que les comportements des dirigeants des entreprises diffèrent de la simple maximisation de la valeur des actions. Par exemple, une taille ou un âge plus élevés indiquent moins un risque inférieur qu'un risque moins inégalement connu, ce qui diminue les gains potentiels des agents les mieux informés. De même, on peut montrer que les différences de coût (sauf en ce qui concerne la fiscalité) entre moyens de financement peuvent se ramener à des différences de coûts de mandat.

des agents passe uniquement par leur anticipation de risques possibles, cet effet peut être substantiel même si aucun agent ne tente effectivement de tirer profit de ces asymétries d'information ou des possibilités d'abus qui lui sont ouvertes.

Dès lors, l'examen détaillé des asymétries d'information existantes, des mécanismes qui permettent d'en tirer profit et des réglementations (explicites ou implicites, d'origine étatique ou créées par le marché lui-même) qui tentent d'éviter les abus est nécessaire à une mesure de l'efficacité du marché financier. Malheureusement, il est difficile de mesurer les asymétries d'information ou de quantifier l'impact des différentes caractéristiques du système juridique et institutionnel qui leur donnent une importance. De ce fait, une disproportion frappante demeure entre l'importance considérable accordée aux asymétries d'information dans la théorie économique ou financière depuis une vingtaine d'années et la rareté des tentatives faites pour en mesurer directement la portée².

L'examen du financement des entreprises françaises entre la fin du XIXe siècle et la seconde guerre mondiale permet de tenter de remédier à cette lacune. En effet, cette période connaît un marché financier développé et nombre des problèmes de contrôle des entreprises envisagés par la théorie des coûts de mandat, souvent même à un degré plus aigu qu'actuellement. Ces problèmes sont encore rares avant les années 1890, car la plupart des entreprises sont encore familiales et n'ouvrent pas leur actionnariat, les principales exceptions étant les grandes compagnies de chemins de fer, qui ont recours massivement au marché financier dès les années 1840, mais que la surveillance fortement croissante de l'État dès le milieu du siècle rend peu adaptées à notre étude³. Les choses changent avec la seconde révolution industrielle (technologiquement celle de l'acier, de la chimie minérale, de l'automobile, organisationnellement celle des entreprises intégrant des produits variés, leur distribution et leur marketing, et organisant des technostructures complexes de cadres salariés, comme la décrit Chandler, 1966) ; celle-ci entraîne un accroissement de la taille optimale des entreprises dans de nombreux secteurs, ce qui augmente les besoins financiers et provoque un recours plus fréquent à l'émission de titres sur le marché.

Cependant, si l'on comprend ainsi pourquoi la demande de capitaux des entreprises a augmenté, on peut se demander si la présence de coûts de mandat importants n'a pas freiné l'offre de capitaux des épargnants. En effet, peut-être du fait de l'absence de besoins comparables antérieurement⁴, la législation des sociétés est loin de fournir une protection des

² Un des rares exemples est l'application de ces théories à l'histoire du financement des entreprises en Nouvelle Angleterre par N. Lamoreaux (1994).

³ Cf. Lévy-Leboyer (1974 & 1980) ; pour une présentation d'ensemble de l'évolution du marché financier parisien au XIXe siècle, cf. Gallais-Hamono & Hautcœur (à paraître).

⁴ Les chemins de fer étaient non seulement surveillés par l'Etat, mais obligés par celui-ci de publier une information substantielle sur leurs opérations. En outre, les actifs (kilomètres de voies, machines) étaient plus aisés à évaluer que pour de nombreuses activités industrielles, et fournissaient une bonne garantie aux emprunts (les réseaux en particulier, du fait de leur caractère de monopole quasi-naturel et de leur absence

actionnaires comparable à celle que nous connaissons aujourd'hui. Cette période présente donc un cas particulièrement intéressant pour l'étude des coûts de mandat, dans la mesure où leur importance pourrait bloquer le développement du financement de marché.

Nous fournirons d'abord quelques indications sur l'évolution du financement de marché des sociétés cotées durant notre période, qui s'avère dynamique. Nous chercherons ensuite à mesurer l'importance des coûts de mandat en étudiant les lacunes de la législation sur les sociétés et leur évolution, ce que la longueur de la période étudiée rend envisageable. Du fait que les coûts de mandat résultent de l'**anticipation** par les épargnants de comportements dangereux de la part des dirigeants, il est nécessaire de se reporter non aux dangers objectivement présents à l'époque mais à ceux que les contemporains remarquaient. Nous utiliserons donc les écrits des analystes financiers et des juristes contemporains pour déterminer quels étaient précisément les risques les plus importants anticipés par les actionnaires ou les obligataires, et quels indicateurs doivent être utilisés pour les mesurer. Nous sélectionnerons ainsi quelques indicateurs des coûts de mandat beaucoup plus directement utilisables que ceux utilisés habituellement pour approcher ces coûts.

À partir de là, deux tests empiriques de l'effet des asymétries d'information sur le financement seront envisagés. D'une part, on se demandera si le développement du financement externe, en particulier par actions, s'explique par la diminution des coûts de mandat de ces titres, par exemple du fait d'une amélioration de l'information fournie au public. On montrera que ni une amélioration de la législation ou de l'information disponible, ni un renoncement des entreprises aux pratiques soupçonnées de faire du tort aux porteurs de titres ne permettent de rendre compte de ce développement du marché. D'autre part, on examinera si les coûts de mandat expliquent l'allocation de moyens financiers donnés entre les différentes entreprises durant une période donnée. Le résultat sera ici en revanche favorable à l'idée d'une influence substantielle de ces coûts sur le financement.

LE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS COTÉES

Il n'existe malheureusement que peu de données détaillées sur le financement des entreprises françaises durant notre période. Dans un travail antérieur⁵, nous avons construit une base de données entièrement nouvelle sur l'ensemble des opérations financières des entreprises françaises cotées au marché officiel de la Bourse de Paris entre 1890 et 1936, soit un peu plus de 1000 sociétés⁶. Ceci nous permet de mesurer l'augmentation des émissions et

d'obsolescence). Ces avantages n'empêchèrent pas toujours les faillites de compagnies de chemins de fer, mais les limitèrent jusqu'à la construction du "troisième réseau" de liaisons locales, au début de notre période.

⁵ Hautcoeur (1994) fournit le détail de cette recherche. La méthode et les principaux résultats empiriques sont résumés dans Hautcoeur (1993).

⁶ On a excepté les compagnies de chemins de fer et le Crédit foncier pour les raisons évoquées plus haut, et considéré uniquement les entreprises dont l'exploitation principale est en France.

des capitalisations des sociétés cotées, mais non pas la part de l'autofinancement. En effet, la diversité et l'instabilité des méthodes comptables interdisent toute mesure de l'autofinancement par le bilan (cf. ci-dessous). Pour évaluer le rôle du marché dans le total du financement (incluant l'autofinancement), nous avons utilisé une méthode originale reposant sur l'évaluation boursière a posteriori des actifs⁷ : on considère qu'à long terme sont autofinancés tous les actifs qui n'ont pas été financés par des émissions de titres; l'évaluation de l'ensemble des actifs de l'entreprise est fournie par la capitalisation boursière de ses titres; l'autofinancement est alors calculé *ex post* comme un solde selon l'équation suivante (en francs de l'année finale n) :

$$A_{1,n} = V_n - V_1 (1 - d_1 + p_1) - \sum_{t=1}^n (D_t + K_t + N_t) (1 - d_t + p_t)$$

Où $A_{1,n}$ est la valeur de l'autofinancement durant la période de 1 à n, V_t la valeur de l'entreprise à la date t, D_t , K_t et N_t respectivement les montants des flux d'émissions d'obligations, d'émissions d'actions en numéraire et d'apports en nature à la date t, d_t et p_t respectivement le taux de dépréciation des actifs et la variation de leurs prix entre les dates t et n. On peut alors mesurer les parts respectives de l'autofinancement, des émissions d'obligations et des émissions d'actions dans le financement hors apports en nature en rapportant les montants $A_{1,n}$ (pour l'autofinancement), $\sum D_t (1 - d_t + p_t)$ (pour les obligations) et $\sum K_t (1 - d_t + p_t)$ (pour les actions) à leur total $[A_{1,n} + \sum (D_t + K_t) (1 - d_t + p_t)]$. Ces trois ratios sont notés AUT, OBL et ACT ci-dessous.

Cette méthode semble adéquate pour mesurer les évolutions à long terme des structures de financement, puisque son principal inconvénient est le risque de soumettre les parts des formes de financement à des fluctuations momentanées des cours de bourse. Nous avons choisi pour l'appliquer quatre relativement longues périodes⁸ (1891-1901, 1901-1913, 1913-1928 et 1928-1936) que nous avons tenté de définir par des dates correspondant à des moments comparables dans le cycle économique⁹.

L'exclusion du financement bancaire de cette mesure peut se justifier par le fait, généralement reconnu, que les banques de cette époque financent rarement les investissements des entreprises (M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, 1985, p. 306). Les banques de dépôt se refusent à toute transformation des dépôts à court terme qui composent l'essentiel de leur

⁷ Pour plus de détails sur les principes méthodologiques et les résultats empiriques de cette mesure, cf. Hautcoeur (1993).

⁸ Le tableau 1 ne présente que deux périodes. De manière plus détaillée, la croissance de la part du financement externe commence avant 1914 et s'accélère avec la guerre. Dans les années 1930, elle atteint des records du fait de la faiblesse de l'investissement des entreprises (dans nombre de cas, cet investissement est inférieur aux émissions de titres, de sorte que l'autofinancement est négatif).

⁹ L'année 1936 est une exception, car représente un creux conjoncturel. Malheureusement elle nous était imposée par la disponibilité des données.

passif, tandis que les participations et les crédits à long terme des banques d'affaires ne sont pas en général destinés aux sociétés cotées, la cotation leur permettant au contraire de se dégager, en général avec plus-value, de leurs placements antérieurs. Enfin, le crédit bancaire à long terme est considéré par tous les auteurs comme très faible: selon G.-F. Teneul (1960), il atteindrait en 1929, à son maximum de notre période, environ 1% du financement global des entreprises françaises.

On pourrait opposer à cette hypothèse le fait que les banques ont parfois financé des investissements par le renouvellement de crédits à court terme. S. Nishimura (1995) affirme que cette pratique était répandue et soutenue par la Banque de France elle-même. Selon lui, cette pratique aurait pu financer près de 10% des investissements français à la veille de 1914. Cependant, outre que ce chiffre est obtenu par une extrapolation quelque peu audacieuse de résultats très partiels et en partie discutables, il est clair pour son auteur lui-même que ce sont surtout les petites et moyennes entreprises qui sont les bénéficiaires de ces crédits. En effet, les grandes entreprises et en général les entreprises cotées sont rarement clientes des banques locales et régionales qui accordent les prêts en question, ce d'autant plus que la cotation a justement souvent pour objectif de permettre à des commanditaires désireux de se retirer en liquidant leurs participations ou à des banquiers trop engagés de consolider leurs créances¹⁰.

Enfin, même si le financement bancaire était plus que négligeable, il ne saurait affecter sérieusement nos résultats¹¹. En effet, notre méthode inclut implicitement les crédits bancaires (comme toute ressources autre que les émissions publiques) dans l'autofinancement, puisque ce dernier est mesuré par solde. Ceci ne remet pas en cause la validité de notre étude comme

¹⁰ M. Lévy-Leboyer & M. Lescure (1991), qui envisagent également un tel engagement des banques régionales, voire de la Banque de France à leur côté, arrivent à une conclusion similaire à la nôtre. On peut d'ailleurs penser que les banques pourraient difficilement proposer à ces entreprises des taux d'intérêt plus bas que ceux qu'elles trouvent sur le marché boursier du fait du coût d'intermédiation qu'elles ont à supporter. Si elles financent donc parfois l'investissement des sociétés cotées, ce ne peut être qu'à court terme ; plus encore que refinancés par la Banque de France, ces crédits sont consolidés par des émissions d'obligations. Ils permettent ainsi surtout aux entreprises d'attendre le meilleur moment pour émettre sur un marché financier dont les évolutions conjoncturelles sont très marquées; un argument en ce sens est la relation nettement négative (sur données annuelles) entre le montant des émissions d'obligations et la prime du taux des obligations à l'émission sur le taux d'escompte de la Banque de France. Les entreprises semblent donc arbitrer fréquemment à court terme entre endettement à court et à long terme. Mais cet arbitrage n'est que conjoncturel : dès que les taux obligataires baissent, ce ne sont pas seulement les besoins financiers du moment qui sont satisfaits, mais également ceux des périodes antérieures, par une consolidation des crédits précédents. En témoigne par exemple le fait que la prime du taux des obligations considérée ci-dessus n'est en rien corrélée avec la part des obligations dans le financement des investissements (série IE de P. Villa, 1993) : à long terme, les investissements sont toujours financés par des ressources longues. Or c'est bien le long terme que nous examinons ici.

¹¹ Le niveau de l'autofinancement durant chaque période, mais aussi sa diminution d'une période sur l'autre (cf. tableau 2), seraient de fait légèrement diminués par la prise en compte de financements bancaires. En effet, les financements bancaires de l'investissement par crédits à court terme renouvelés envisagés par Nishimura sont certainement plus importants avant la guerre qu'après, car l'ensemble des financements bancaires accordés aux entreprises s'effondrent jusqu'à 1926 au moins du fait de l'inflation et des besoins de financement de l'Etat (Lescure, 1995), sans que le financement bancaire de l'investissement par crédits à moyen terme, qui apparaît à la fin des années 1920, compense cet effet.

test des théories des coûts de mandat puisque notre mesure maintient une séparation entre financements de marché et hors marché. C'est bien une telle séparation qui est requise puisque la théorie des coûts de mandat examine l'efficacité du marché des titres au sein d'un débat opposant implicitement celui-ci aux financements obtenus hors marché, soit par autofinancement, soit par crédit (personnel ou bancaire), deux moyens qui ont en commun une connaissance directe, "privée", de la situation de l'entreprise.

Ces hypothèses et les données réunies permettent de décrire les pratiques financières des sociétés cotées, sociétés qui sont celles pour lesquelles les coûts de mandat sont le plus susceptible d'exister (tableau 1).

1891-1913	Capitalisations en 1891		Emissions 1892-1913		Parts du financement	
	actions	obligations	actions	obligations	actions	obligations
Services	3420	80	1841	292	13	1
Transports	449	378	636	600	22	36
Biens de consommation	340	68	187	44	8	2
Biens d'investissement	213	28	408	323	10	17
Biens intermédiaires	272	85	68	107	0	11
Énergie	916	381	551	788	8	16
Total	5610	1020	3691	2154	12	8

1913-1936	Capitalisations en 1913		Emissions 1913-1936		Parts du financement	
	actions	obligations	actions	obligations	actions	obligations
Services	6505	236	1452	241	28	5
Transports	747	620	305	377	106	145
Biens de consommation	1008	98	869	371	25	5
Biens d'investissement	1443	276	1056	770	55	39
Biens intermédiaires	760	113	747	355	27	11
Énergie	3116	766	1870	1521	36	30
Total	13580	2109	6299	3634	34	21

Légende : les capitalisations et les émissions sont mesurées en millions de francs 1913. Les parts du financement sont mesurées en pourcentage selon la méthode présentée en détail dans Hautcœur (1993) et résumée ci-dessus.

Les principales caractéristiques de notre période en matière de financement des entreprises cotées sont les suivantes : le nombre de sociétés cotées, le montant de leurs émissions de titres et la part que ces émissions représentent dans leur financement total augmentent fortement et continûment des années 1890 aux années 1920. En outre, il convient de noter¹² que :

¹² Cf. Hautcœur (1994), chap. 1.

- ce développement a lieu sans que la distribution par taille des entreprises cotées varie, la proportion d'entreprises de tailles petites et moyennes étant toujours importante ; les formes de financement sont globalement indépendantes de la taille.

- ce développement résulte principalement de l'élargissement sectoriel de la Bourse : alors que les chemins de fer et les banques la dominent vers 1890, les entreprises du secteur de l'énergie, puis les producteurs de biens d'investissement y entrent massivement avant 1914, suivies après la guerre par celles de biens intermédiaires et de consommation; dans chaque cas, les admissions précèdent sensiblement le début d'émissions importantes.

ASYMÉTRIES D'INFORMATION ET COÛTS DE MANDAT POSSIBLES

Les travaux qui ont examiné le développement du marché financier français au cours de notre période (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985; Marnata, 1973; Michalet, 1968; Teneul, 1960) ont négligé d'examiner l'impact des asymétries d'information et des coûts de mandat, alors même que, nous le verrons, les contemporains en soulignaient l'importance. Nous cherchons ci-après à décrire les traits principaux qui caractérisaient les relations entre épargnants et entreprises et leur évolution durant notre période.

I. A. L'importance des asymétries d'information

La loi impose peu d'obligations d'information aux entreprises durant notre période¹³. Les inégalités dans l'accès aux renseignements concernant les sociétés sont donc considérables. Les actionnaires (au moins ceux qui n'ont pas accès au Conseil d'administration) se trouvent en général dans l'impossibilité d'évaluer la valeur des sociétés, et donc celle des titres qu'ils possèdent¹⁴. La grande loi de 1867 sur les sociétés par actions impose certes qu'un bilan et un inventaire soient mis à la disposition des actionnaires avant l'Assemblée générale annuelle, mais les méthodes d'établissement des bilans sont entièrement libres, de sorte que l'information que l'on peut en tirer est limitée, tandis que l'inventaire (la liste détaillée de tous les actifs) n'est en fait pas communiqué¹⁵.

¹³ Une présentation d'ensemble de l'histoire du droit commercial français de cette époque se trouve dans Hilaire (1986).

¹⁴ On notera que l'imperfection de la comptabilité de nombre de sociétés fait que l'information dont disposent les dirigeants eux-mêmes est souvent faible et peu rigoureuse. Il en résulte cependant moins une diminution de l'asymétrie d'information entre dirigeants et petits actionnaires qu'une asymétrie moins visible, moins consciente et plus difficile à régler.

¹⁵ Cf. Bouvier, 1968, p. 105 ; et, dès l'époque en question, des auteurs aussi variés que Cellerier (1905, pp. 422, 428-9), Lévy (1905, p. 125), Lysis (1908), Charpentier (1921, § 39) et, à la fin de notre période, Bouton (1931) ou Fuzet (1934, p. 264). Nombre de juristes défendent cependant le droit des sociétés à établir les bilans sur les principes de leur choix, au nom de l'impossibilité pratique de l'unification obligatoire des bilans (Charpentier, 1921, § 39s.). La loi ne condamne que les fraudes touchant aux formes juridiques des actes, telles l'émission irrégulière de titres, l'obtention de souscriptions par l'allégation de souscripteurs ou de

La loi de 1907 améliore théoriquement la situation en imposant avant toute émission la publication d'un bilan et de quelques indications supplémentaires au *Bulletin annexe* du *Journal Officiel*. Cependant, cette loi est en général jugée inefficace (Aupetit, 1912, p. 78 ; Rebotier, 1935, p. 190), d'une part car les infractions sont très peu sanctionnées, et surtout parce qu'elle n'impose aucun principe général de méthode comptable, domaine dans lequel aucun progrès n'est fait jusqu'à la seconde guerre mondiale malgré de fréquentes revendications¹⁶ et l'exemple des pays étrangers¹⁷. Enfin, les commissaires aux comptes ne garantissent aucunement la sincérité des bilans qui leur sont présentés, car aucune condition de capacité ou d'indépendance n'est imposée pour leur nomination. On les soupçonne au contraire de contribuer à masquer les détournements qui peuvent se produire¹⁸.

La manipulation des bilans que craignent les actionnaires et les créanciers est autorisée par la liberté qui existe dans l'estimation des immobilisations, et plus encore dans celle des amortissements. Une des formes les plus aisées de manipulation des bilans est la constitution de réserves occultes grâce à des amortissements considérables (certaines entreprises amortissent ainsi en une année des équipements durables). Cette pratique est considérée comme une mesure de prudence par nombre d'auteurs, ainsi que par des tribunaux qui craignent plutôt les dividendes fictifs lésant les créanciers¹⁹ ; elle est souvent défendue comme évitant les fluctuations exagérées des dividendes, comme freinant la spéculation qui pourrait résulter de telles fluctuations, et comme la seule manière de contourner l'hostilité des actionnaires à la mise en réserve de bénéfices en vue de l'investissement. L'hostilité à l'égard de la dissimulation des réserves se développe peu à peu, surtout après 1900, du fait des conséquences possibles pour les actionnaires de la méconnaissance de la situation réelle de l'entreprise²⁰, mais la lutte contre cette pratique reste faible en l'absence d'un contrôle externe des comptabilités.

Après 1914, l'instauration de l'impôt sur les bénéfices conduit à un tel contrôle et limite progressivement la liberté de décision des entreprises en matière d'amortissement. Les amortissements excessifs disparaissent car le fisc n'accepte comme référence que le prix de

souscriptions fictifs, la publication de bilans falsifiés (contredisant directement la comptabilité) ou la répartition de dividendes en l'absence d'inventaire.

¹⁶ Cf. Rousseau (1902), Duplessis (1903), Léautey (1904), Colin (1911, pp. 116-35), Bouton (1931, p. 287), Fuzet (1934, p. 265), Rebotier (1935, pp. 243ss).

¹⁷ Cf. Baskin (1988, pp. 209 & 225ss), et, à l'époque, Colin (1911, p. 90ss) ou Galibert (1930, p. 101).

¹⁸ Cf. Cellerier (1905, p. 398), Rebotier (1935, pp. 106ss et 234ss) et Lacour & Bouteron (1921, §577). Selon Colin (1911, p. 101), la jurisprudence évolue même en faveur d'une responsabilité de plus en plus faible des commissaires. La comparaison avec les législations anglaise, allemande, belge et même russe montre de nouveau leur supériorité.

¹⁹ En faveur des réserves occultes, on trouve aussi bien des banquiers comme Moreau-Néret (1939, vol. 2, p. 164), que des juristes comme Cellerier (1905, pp. 405-14.) ou Morin (1908, p. 348). L'hostilité des auteurs opposés à ces pratiques est modérée (Charpentier, 1921, §307 ; Lysis, 1908, p. 63). Sur la diffusion de cette pratique, cf. Charpentier (1921 § 353s) et Dieterlen (1939, p. 426), confirmés par les études d'histoire des entreprises comme A. Baudant (1980, pp. 439-469), J.-P. Daviet (1983, pp. 1456-93 et 1640-69), Bouvier & alii, (1965), ou les récits d'anciens dirigeants comme R. Martin (1984, pp. 98-108).

²⁰ Cf. Decugis (1903, p. 484), Charpentier (1921, § 354) .

revient des actifs à amortir. Les réserves occultes sont en revanche fortement accrues par l'inflation, puisque les immobilisations n'apparaissent au bilan que pour leur valeur d'acquisition. Selon les secteurs, les postes immobilisations et amortissements sont ainsi probablement sous-évalués dans des mesures variables et inconnues, en particulier des actionnaires. Si les contemporains considèrent en général que les réserves occultes sont importantes²¹, la surveillance accrue du fisc ne semble guère avoir amélioré l'information des actionnaires.

À cette faiblesse de l'information fournies par les entreprises s'ajoute la rareté des informations provenant d'autres sources. Alors que les besoins financiers des entreprises et la liberté de contracter semblent suffire à la même époque aux États-Unis et en Angleterre à faire naître des cabinets d'audit indépendants et à inciter les entreprises à y avoir recours (Watts & Zimmerman, 1983), ce n'est pas le cas en France²².

La principale source d'information des épargnants reste alors la presse financière, dont la vérialité n'est plus à décrire²³. Son importance au cours de notre période, malgré les manipulations dont elle est complice, est un indice supplémentaire de l'insuffisance de l'information disponible. Il est d'ailleurs probable que (sauf peut-être à la veille d'opérations financières importantes) les grands journaux fournissent quand même une information utile.

Lors des émissions ou des introductions en Bourse, les épargnants ont également recours aux banques qui, organisant presque toujours ces opérations, peuvent fournir sinon une meilleure information, du moins une certaine garantie (mais implicite et imprécise) sur la qualité des titres proposés. Les plus importantes ont assez le souci de leur réputation pour éviter les manipulations trop nuisibles aux souscripteurs. Elles sont cependant entourées d'un

²¹ Ainsi, fin 1926, nombre de journaux financiers parlent ("avec beaucoup d'exagération" selon Bouton, 1932, p. 220) de la dépréciation considérable des actions françaises, et affirment que des réserves importantes sont dissimulées dans les bilans pour échapper aux impôts (sur le développement de cette pratique après 1918 pour des raisons fiscales, cf. Bouton, 1932, pp. 164-190 et 292-5 et Charpentier, 1921, § 307 ou Jenny & Niedermeyer, 1942 ; pour un examen des conséquences réelles de la mise en place de l'impôt sur les bénéfices, cf. Hautcœur & Grottard, 1995). On parle alors en Bourse du facteur 5, celui de la hausse des prix et de la dépréciation du franc depuis 1913, que le cours des actions devrait atteindre (Cohen, 1935, p. 101). Les dividendes (hors chemins de fer) sont alors au facteur 3,9, les capitalisations boursières à 3,1 (Denuc, 1934, p. 761) et les cours à 2,3 (en juin 1926, cf. A. Sauvy, 1984, vol. III, p. 398). Or le facteur 5 sera dépassé pour tous ces indicateurs en 1929. Il est donc probable que l'inflation a entraîné une hausse de la valeur des entreprises non reflétée à leur bilan. Sur les fortes hausses des réserves au lendemain de la guerre, cf. par exemple Omnès (1980, p. 141), du Fou (1934, p. 15). Sur les effets de l'inflation sur l'écart entre valeur au bilan, valeur boursière et valeur de remplacement des entreprises, cf. Dieterlen (1939, pp. 393-400). Sur l'importance accrue des réserves occultes en période d'inflation dans le cas des banques, cf. Dauphin-Meunier (1936a, pp. 59-61).

²² Les quelques cas connus de recours à un audit extérieur sont le fait de très grandes sociétés désireuses d'emprunter à l'étranger pendant les années 1920 (renseignement fourni par M. Lévy-Leboyer).

²³ Cf. entre autres Cauboue (1942, pp. 172ss.), Pirou & Byé (1943, ch.2, §3), et pour une synthèse Jeanneney (1981, chap. 7 et références citées).

grand nombre de banquiers d'occasion à la recherche d'un enrichissement facile, et qui peuvent suffire au placement de petites émissions.

La faiblesse de la protection offerte par la réputation des banques s'occupant de placements de titres privés semble attestée par le nombre d'auteurs demandant une réglementation de la profession de banquier (inexistante jusqu'à 1942) et une protection contre le colportage abusif de titres (Bouton, 1932, p. 288 ; Cohen, 1935). Certains considèrent que même les grandes banques sont peu incitées à l'étude sérieuse des émissions d'actions du fait du caractère spéculatif de la plupart des achats, surtout après 1918 (Cohen, 1935, p. 151 ; Rebotier, 1935, p. 174 ; Cauboue, 1942, p. 220).

Au total, on peut donc considérer l'information disponible pour l'épargnant ordinaire comme très faible, et les moyens pour l'améliorer comme très insuffisants.

I. B. Le contrôle des sociétés : forces en présence

Les inégalités d'information ne séparent pas comme aujourd'hui les actionnaires ou les obligataires des gestionnaires, mais les dirigeants gros actionnaires des autres détenteurs de titres. L'adversaire potentiel des petits porteurs n'est donc pas la technocratie de l'entreprise décrite par Berle & Means (1933), mais le groupe des actionnaires dirigeants, qui allient à l'information privilégiée le pouvoir de décision sur le capital de l'entreprise. Ces actionnaires ne sont pas toujours des dirigeants de sociétés au sens actuel : ils se limitent parfois aux grandes décisions financières ou stratégiques, prises au cours des séances hebdomadaires du Conseil d'administration²⁴, mais ils ne sont jamais soumis aux gestionnaires.

En face de ce groupe, les petits porteurs, bourgeois dont la fortune est suffisante pour prendre le risque d'y inclure des actions, mais dont les revenus ont une origine différente (professions libérales, hauts fonctionnaires, propriétaires terriens, *etc.*), accumulent une épargne sans participer en rien à la direction de l'entreprise. Ils n'ont ni les contacts professionnels avec les affaires, ni le temps nécessaire pour surveiller réellement la gestion des entreprises. Or la législation ne fait rien pour les mettre à l'abri des mauvaises intentions éventuelles des dirigeants à leur égard. Craignant que l'élargissement de l'actionnariat des entreprises les rende ingouvernables, le législateur, suivi par la jurisprudence, tend en effet alors à renforcer les pouvoirs des actionnaires majoritaires, ce qui conduit à dénier tout droit aux minoritaires, voire à restreindre ceux des créanciers.

En outre, quand bien même les administrateurs ne sont plus strictement majoritaires au sein du capital, cette législation leur facilite la constitution d'une majorité et le contrôle des Assemblées générales : pendant longtemps, elle ne s'oppose pas à ce que les petits actionnaires

²⁴ Des exemples d'un tel fonctionnement sont donnés par les historiens des grandes entreprises (*e.g.*, J.-P. Daviet, 1983). Pour les plus petites, les gros actionnaires sont en même temps les dirigeants, selon un modèle dominant d'entreprises familiales.

soient simplement exclus de l'Assemblée générale par les statuts²⁵. Quand la loi de 1893 autorise le vote par procuration en vue de permettre le regroupement des petits actionnaires, la création de pouvoirs en blanc transmis aux administrateurs renforce plutôt leur pouvoir (du moins quand ils ne sont pas contestés par les banques qui réunissent elles aussi les mandats de leurs clients). D'autres pratiques se répandent dans les années 1920 pour répondre à l'élargissement de l'actionnariat des nombreuses sociétés qui augmentent leur capital. L'octroi d'un droit de vote aux parts de fondateur²⁶ en est une (Vaes, 1930, p. 336) ; la plus répandue est la création d'actions à vote plural²⁷.

Ces pratiques permettent de maintenir le contrôle des principaux actionnaires sans laisser voix à des contestations possibles (Cauboue, 1942, p. 236). Rien n'est fait jusqu'aux années 1930 pour tenter de les modifier, malgré les protestations des commentateurs de l'époque qui soulignent le risque de les voir se muer en instruments au service d'intérêts particuliers²⁸.

I. C. Les coûts de mandat prévisibles

Les conflits possibles et les coûts de mandat qui en résultent ne sont pas les mêmes dans un tel contexte que ceux que soulignent les auteurs actuels²⁹. Certes, les dirigeants peuvent classiquement tenter de tirer des avantages annexes de leurs fonctions de gestionnaires. Comme hommes d'affaires ayant des activités multiples, on leur reproche davantage de favoriser au sein de la société leurs propres intérêts comme banquiers, fournisseurs ou clients (Colin, 1911, p. 90). Mais le problème principal vient de ce que, en raison d'une législation sur les sociétés très laxiste, les actionnaires-dirigeants disposent de moyens nombreux (et pas même illégaux) pour s'approprier une part de la valeur de l'entreprise plus grande que celle à laquelle ils ont droit.

Les pratiques frauduleuses les plus souvent dénoncées se produisent lors de la mise dans le public des titres d'une société (qui correspond à son admission à la cote de la Bourse). Une façon simple de léser les nouveaux actionnaires consiste à surévaluer les apports provenant de la société antérieure lors de la transformation en société anonyme qui coïncide en général avec

²⁵ Une loi de 1913 interdit cependant de fermer les Assemblées générales extraordinaires aux petits porteurs. Même quand ceux-ci sont admis, les administrateurs ne sont pas forcés de répondre à leurs questions, et fixent seuls l'ordre du jour.

²⁶ Les parts de fondateurs sont des titres sans valeur nominale fournis à des fondateurs d'une société en récompense de leur contribution à la société sous des formes non monétaires. Elles donnent droit à une part des bénéfices déterminée par les statuts.

²⁷ Les entreprises justifient la création de ces actions par la sous-évaluation du franc et les entrées de capitaux étrangers, qui mettraient en danger le contrôle du patrimoine industriel national.

²⁸ Cf. Neuburger (1937, p. 64s) ; Colin (1911) ; Vaes (1930, pp. 324ss) ; Bouton (1932, p. 286) ; Fuzet (1934, p. 16) ; Rebotier (1935, p. 226).

²⁹ Contrairement à l'assertion rapide de Werner & Smith (1991) ou à celle des promoteurs initiaux de la notion même de coûts de mandat, qui considéraient que les conflits entre gestionnaires et actionnaires disparaîtraient si les gestionnaires devenaient des actionnaires (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1989).

l'ouverture du capital au public, et de manière plus générale à surévaluer l'actif social au moment d'émettre des actions dans le public. On impose ainsi à leur insu aux petits porteurs un droit supplémentaire d'entrée dans la société.

Le problème est assez important pour que dès 1893 la législation rende incessibles durant deux ans les actions d'apports et impose une vérification particulière de la valeur des apports. Cette loi est cependant critiquée car elle n'impose de vérifier que les apports rémunérés en actions, et non les actifs achetés, et parce que cette vérification est effectuée par les commissaires choisis par l'Assemblée générale et non par des arbitres extérieurs (Lacour & Bouteron, 1921, §450ss ; Colin, 1911, ch. 1). Cette législation reste pour l'essentiel inchangée jusqu'aux années 1930, date à laquelle la France accuse un retard considérable dans la surveillance des constitutions de sociétés.

Si le partage initial est ainsi potentiellement défavorable aux nouveaux actionnaires, on peut penser que par la suite la situation s'améliore du fait que la société est désormais sous le regard du public et que sa cotation fournit en permanence une estimation de sa valeur. Cependant, des risques importants subsistent.

Ainsi, une surévaluation d'apports extérieurs est toujours possible. Lors de l'absorption d'une société par une autre, une complicité entre les actionnaires dirigeants y suffit. En cette occasion, comme lors de la fondation, la création de parts de fondateurs permet d'ailleurs de tourner l'interdiction de cession des actions d'apport.

D'autre part, dès qu'existent des catégories de titres à revenu variable ayant des droits différents sur les bénéfices, les actionnaires dirigeants peuvent privilégier celle à laquelle ils sont le plus intéressés. Les lois de 1902 et 1903, en autorisant la création de catégories d'actions différentes au sein d'une même société, élargissent ce risque des parts de fondateurs et des actions de jouissance aux actions privilégiées (Lacour & Bouteron, 1921, §604). Tous ces titres ont par nature des intérêts partiellement divergents de ceux des actions ordinaires. Vaes (1930, p. 329) fournit l'exemple suivant : "Dans les sociétés qui ont deux catégories de titres, cette opposition d'intérêts peut donner lieu à des arrangements de bilan. Si le Conseil d'administration est composé d'actionnaires privilégiés [porteurs d'actions privilégiées], il établit des bilans ne laissant apparaître comme bénéfices que le strict nécessaire pour rétribuer statutairement les actions privilégiées [et elles seules], et il crée des réserves cachées qui assurent à ces titres la permanence du dividende [...]. Au contraire, si le Conseil d'administration veut avantager les actions ordinaires, les bilans ne dégagent un bénéfice que lorsqu'il est suffisant pour rémunérer toutes les actions, et les réserves cachées absorbent les bénéfices des années peu prospères, qui auraient pu cependant rétribuer les actions privilégiées." Des pratiques similaires peuvent être utilisées pour les parts de fondateur et les

actions de jouissance³⁰, car leur rémunération est plus volatile que celle des actions ordinaires puisqu'elle ne comporte pas la part essentiellement stable constituée par l'intérêt du capital³¹.

Une autre méthode permettant de confisquer une part de la valeur d'une société est de réserver à des membres ou à des amis du Conseil d'administration une augmentation de capital réalisée à un prix inférieur au cours de Bourse, voire au pair. Le droit prioritaire de souscription pour les anciens actionnaires est en effet ignoré par bon nombre de statuts. Il ne devient une obligation légale qu'en 1935, après de multiples protestations contre les abus résultant de son absence. Un tel détournement des fonds sociaux est d'ailleurs aisé à réaliser quand ce sont des réserves occultes que s'approprient les dirigeants, car il est masqué par l'attachement aux mesures comptables de la valeur des sociétés. Mais il peut légalement être effectuée même si la société affiche des réserves considérables : les petits actionnaires n'ont que des compétences limitées en matière d'analyse financière ; aussi trouvent-ils naturel que l'on propose les actions nouvelles au prix auquel eux-mêmes avaient souscrit à des actions identiques (Bouton, 1932, p. 286). Neuburger (1937, chap. 5) montre que les tribunaux ont longtemps une vision purement legaliste de ce genre d'opérations et n'interviennent pas tant que les formes sont respectées.

D'autres abus sont encore possibles à l'occasion de fusions, échanges de participations, émissions obligataires, etc. (cf. Lacour & Bouteron, 1921, §637 ; Vaes, 1930 ; Pirou, 1935 ; Neuburger, 1937). Pour l'essentiel, les obligataires sont dans une situation similaire à celle des petits actionnaires. Dans l'ensemble, les coûts de mandat des obligations semblent plus réduits du fait d'une meilleure protection du statut de créancier par le droit commercial. Nous les étudions cependant ci-dessous avec ceux des actions.

I. D. L'évolution tardive de la législation

L'ensemble des coûts de mandat que nous avons observés étaient connus des contemporains, comme le montre la très importante littérature sur le sujet (en particulier d'origine juridique), que nous n'avons que partiellement dépouillée. Malgré cela, nous avons constaté dans de nombreux cas que la loi et la jurisprudence ont tardé à protéger obligataires et actionnaires non dirigeants.

Neuburger (1937) montre ainsi que c'est seulement dans les années 1930 que la jurisprudence commence à examiner le fond et non la forme des opérations financières discutées. Quant au législateur, s'il constate fréquemment les conflits entre catégories

³⁰ Cf. Charpentier (1921, §353), Demur (1939, p. 240) ; Lacour & Bouteron (1921, §590s) montrent que les abus ainsi possibles sont difficilement attaquables en justice.

³¹ Les actions de jouissance sont des actions ordinaires dont le nominal a été remboursé, de sorte qu'elles n'ont plus droit à sa rémunération qu'est l'intérêt du capital. Les parts de fondateur sont en général rémunérées par une fraction fixe des bénéfices après paiement de l'intérêt du capital, ce qui est proche du cas des actions de jouissance. Ces deux catégories ont donc, à l'opposé des actions privilégiées, un revenu plus volatile que celui des actions ordinaires.

d'actionnaires (David, 1928), c'est tardivement qu'il met en place des obstacles aux possibilités de spoliation que nous avons décrites (*cf.* Sauvy, 1984, III, chap. 9). Les intérêts en jeu, la durée des débats parlementaires, l'incapacité à prendre une vue d'ensemble expliquent cette lenteur avec la crainte de l'étatisme. Si un certain nombre de projets sont déposés, surtout après 1922, ce n'est qu'à partir de 1929 que sont votées les lois permettant d'améliorer la protection des détenteurs de titres.

A côté de diverses mesures destinées à protéger les petits porteurs contre les manoeuvres frauduleuses³², les changements principaux se concentrent en un petit nombre d'années. Deux lois de 1929 et 1935 organisent le statut des parts de fondateur (leur supprimant tout droit de vote) et la représentation auprès des Assemblées générales des porteurs de parts et des obligataires. La loi du 13 novembre 1933 supprime les actions privilégiées en termes de droit de vote³³. Deux ans plus tard est créé au profit de tous les actionnaires sans exception un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital. Enfin, l'information des actionnaires extérieurs est améliorée, d'abord par l'agrément d'Etat exigé des commissaires aux comptes (décrets-lois des 8 août 1935 et 30 juillet 1937), puis surtout par le décret du 5 février 1946 qui impose une présentation uniforme des bilans.

Au total, les asymétries d'information et les coûts de mandat sont durant notre période extrêmement élevés ; renforcement légal des droits de la majorité et brouillage après 1914 de l'information comptable par l'inflation empirent plutôt la situation, tandis que l'amélioration de la législation, tardive, ne la modifie pas sensiblement avant la seconde guerre mondiale. À la fin du XIX^e siècle, on peut penser que ces inconvénients sont limités du fait du faible nombre d'actionnaires, voire de détenteurs d'obligations privées. En revanche, le développement rapide du financement des entreprises sur le marché et la diffusion de leurs titres dans un plus large public³⁴ sont paradoxaux dans ce contexte.

Pour tenter d'expliquer ce paradoxe, il convient de mesurer le plus correctement possible les coûts de mandat qui existent durant cette période en ce qui concerne les sociétés cotées, et

³² Loi du 3 décembre 1926 sur l'agiotage, loi du 31 mars 1927 interdisant la négociation des parts de fondateur pendant deux ans après leur émission (à l'égal du régime des actions d'apport datant de 1893), loi du 30 décembre 1928 fixant diverses incompatibilités, arrêté du 26 décembre 1928 créant une commission de contrôle des titres étrangers avant leur cotation, loi du 1^{er} mai 1930 définissant la publicité des Assemblées générales touchant aux statuts, loi du 19 juin 1930 limitant l'accès à la profession de banquier, décret-loi du 8 août 1935 réglementant le démarchage des titres, divers décrets-lois du 30 octobre 1935 sur la responsabilité pénale des administrateurs, les limitations du droit de vote des petits porteurs, et la publicité des bilans (qui doivent en outre désormais être tenus de manière stable dans le temps).

³³ Elle autorise seulement à accorder un droit de vote double aux porteurs d'actions nominatives libérées les ayant détenues au moins deux ans.

³⁴ Il est difficile de se faire une idée précise du nombre de détenteurs de titres privés, mais la simple cotation des titres suggère une détention élargie au delà des proches de l'entreprise. Pour quelques informations sur ce point, *cf.* Michalet (1968), Daumard (1973) et Hautcoeur (1994).

leur impact réel sur le financement de ces sociétés. C'est ce que nous cherchons à faire maintenant.

EXAMEN EMPIRIQUE

On a vu que du seul point de vue de la législation et de la jurisprudence, les risques résultant des asymétries d'information et des faiblesses de la législation sur les sociétés avaient plutôt tendance à croître, surtout pour les actionnaires, jusqu'au début des années 1930, mais aussi que cette même période voit une croissance sans précédent des émissions de titres, et en particulier d'actions, à la fois en volume et en proportion du financement total des entreprises concernées. Nous devons maintenant chercher à expliquer ce paradoxe en mesurant l'effet des coûts de mandat sur le financement. En particulier, nous tenterons d'évaluer si ce paradoxe ne s'explique pas par le renoncement explicite des entreprises (au moins de celles d'entre elles qui recourent effectivement au marché financier) aux moyens qui s'offrent à elles de profiter des lacunes de la législation, renoncement qui permettrait de diminuer sensiblement les coûts de mandat anticipés par les épargnants³⁵.

Pour examiner cette question, nous utilisons la base de données présentée ci-dessus sur les entreprises cotées en Bourse de Paris. Outre les opérations financières de ces entreprises, cette base regroupe en effet un certain nombre d'indicateurs dont on peut penser, d'après l'analyse juridique et économique proposée ci-dessus, qu'ils permettent de mesurer les risques anticipés par les épargnants créanciers ou actionnaires des entreprises. Il s'agit de l'existence de parts de fondateur, d'actions à vote plural, d'actions non cotées ou dont la cessibilité est restreinte (signalant une volonté de garder le contrôle), ainsi que de l'importance des apports lors de la fondation ou lors des augmentations de capital postérieures, toutes caractéristiques dont l'examen mené plus haut montre qu'ils pouvaient éveiller une légitime méfiance.

Nous examinerons d'abord l'évolution de ces différents indicateurs à l'échelle de l'ensemble de ces sociétés, en nous demandant si elle peut expliquer les principales transformations de leur financement. Par la suite, nous étudierons plus précisément si les sociétés présentant ces caractéristiques suspectes rencontrent des difficultés particulières pour se financer sur le marché.

³⁵ On notera (et c'est une condition de la validité des modèles d'information asymétrique) que la présence de ces indicateurs n'est pas un signal sans ambiguïté de mauvaises intentions des dirigeants : une fonction légitime de l'existence pour une même société de titres à rémunérations différenciées est de permettre aux investisseurs prêts à supporter davantage de risque de le faire. Et le paiement de fusions en titres permet d'associer les dirigeants de l'entreprise reprise aux risques de la nouvelle. Il reste que de mauvaises intentions peuvent être craintes, à tort ou à raison.

Impact global des coûts de mandat

Il est souhaitable d'étudier l'évolution des indicateurs de coûts de mandat (parts de fondateurs, actions d'apport, etc.) à l'échelle de l'ensemble ou de sous-ensembles des sociétés cotées car ces coûts peuvent non seulement affecter directement le financement de chacune des sociétés concernées, mais aussi avoir un effet indirect (une externalité) sur le financement des entreprises présentant des caractéristiques communes avec ces sociétés. Par exemple, la présence d'actions à vote plural dans plusieurs sociétés d'un secteur peut détourner les épargnants non seulement de ces sociétés, mais de tout le secteur. L'examen de la présence des différents indicateurs de coûts de mandat en fonction du secteur et de la taille devrait nous permettre d'observer simultanément ces deux types d'effets, et de mesurer globalement l'impact des coûts de mandat sur le financement. Pour ce faire, nous avons réparti les sociétés en fonction de leur taille (mesurée par la capitalisation totale des titres émis) et de leur activité. Par manque de place et pour ne pas écraser le lecteur sous les chiffres, nous ne fournissons que des données à un niveau sectoriel assez agrégé. Notre analyse et nos conclusions s'appuient cependant sur une nomenclature plus fine (28 sous-secteurs, et 9 groupes de sociétés en fonction de la taille).

Les parts de fondateur

On a vu que les parts de fondateur pouvaient être le moyen de deux types de fraudes : aux dépens ou en faveur de leurs détenteurs. Si des épargnants prudents peuvent se protéger de la première éventualité en s'abstenant de détenir ce type de titres (de fait peu diffusés hors des milieux dirigeants), la seconde les incite à se méfier des actions en général, ce qui est plus grave.

La proportion des sociétés cotées dotées de parts³⁶ est stable, voire légèrement croissante au long de notre période (tableau 2). Cette proportion est largement indépendante de la taille des entreprises (au moins après 1914, car auparavant les parts sont plus fréquentes dans les petites sociétés), mais varie selon les secteurs. Elle est surtout élevée dans les secteurs nouveaux dont les sociétés accèdent en grand nombre à la cote durant notre période (industrie et distribution d'électricité), tandis qu'elle est faible dans les secteurs anciens (transports, sauf les transports maritimes, houillères, mais aussi sidérurgie).

³⁶ Nous avons inclus les sociétés en commandite dans la catégorie des sociétés ayant émis des parts de fondateurs. En effet, les effets en matière de coûts de mandat de la commandite sont très similaires.

Par secteur	1891			1913			1928			1936		
	nb	pa	panc	nb	pa	panc	nb	pa	panc	nb	pa	panc
services	66	5	5	91	14	12	140	19	11	140	16	11
transports	47	21	21	74	15	11	68	16	10	65	15	6
biens d'investissement	18	11	6	44	16	9	82	15	9	76	18	11
biens intermédiaires	12	17	17	33	39	33	55	27	16	63	30	19
énergie	32	34	34	69	22	14	115	23	10	121	21	7
biens de consommation	27	37	33	61	23	15	167	33	19	168	33	17
Par taille												
<5 Mf	50	18		68	24		17	18		72	31	
5 à 10 Mf	34	26		47	30		31	35		71	34	
10 à 20 Mf	37	24		56	23		58	29		86	19	
20 à 50 Mf	32	22		81	19		149	26		138	22	
50 à 100 Mf	18	0		51	20		115	17		92	17	
100 à 200 Mf	8	25		21	14		94	24		71	24	
200 à 500 Mf	2	0		9	11		88	26		52	21	
500 à 1000 Mf	1	0		3	0		34	18		19	32	
>=1000 Mf	0			0			16	25		7	14	
Total	202	19	18	372	20	14	627	23	13	633	23	12

Légende : Nombre de sociétés cotées (hors chemins de fer et Crédit foncier) et proportion (en %) parmi elles des sociétés ayant émis des parts de fondateurs ou en commandite (pa) ; parmi celles-ci, proportion de sociétés dont les parts ne sont pas cotées (panc). La taille est mesurée par la capitalisation boursière totale (actions, obligations et parts), en millions de francs courants.

La création de parts de fondateurs semble donc liée soit à des fondations de sociétés, soit à l'accès à la cote et donc à la diffusion dans le public de titres d'anciennes sociétés familiales ; il est possible que les dirigeants de ces dernières veuillent grâce à elles continuer à bénéficier d'un levier financier élevé. La légère augmentation de la fréquence de ces titres provient ainsi surtout de la transformation sectorielle de la cote. Au total, ces différents éléments ne semblent pas indiquer d'effet défavorable des parts de fondateurs sur les émissions : que ce soit chronologiquement ou sectoriellement, aucune corrélation négative n'apparaît entre la fréquence des parts et l'importance du financement de marché (tel que présentée dans le tableau 1).

Parmi les parts de fondateurs, cependant, celles qui sont non cotées sont particulièrement susceptibles de susciter la méfiance des actionnaires, car leur détention reste très probablement concentrée entre les mains d'un petit nombre de personnes proches des fondateurs. Or ces parts, initialement nombreuses, se raréfient peu à peu, passant de 18 à 12% des sociétés cotées. Sectoriellement, cette évolution se retrouve partout, à quelques exceptions près. Ainsi, si les parts sont fréquentes dans la distribution d'électricité ou l'alimentation, leur plus fréquente cotation rend moins probable un favoritisme à leur égard. À l'inverse, dans des secteurs comme la banque, les sociétés immobilières, les chemins de fer, le matériel électrique, le gaz ou les carrières, la présence de parts, en général exceptionnelle, doit d'autant plus éveiller la suspicion qu'elles sont relativement moins souvent cotées. Ainsi, la raréfaction des parts non cotées

pourrait refléter une méfiance des épargnants à leur égard. Cependant, l'absence de lien clair au niveau sectoriel entre leur présence ou leur disparition et le recours au financement de marché rend cette hypothèse fragile.

Ainsi, cotées ou non, les parts de fondateurs ne semblent pas entraîner de coûts de mandat assez élevés pour expliquer la transformation globale que connaît le financement des entreprises durant notre période.

Les actions à vote plural

Les actions à vote plural affichent clairement leur objectif, qui est de maintenir le contrôle entre les mains des anciens actionnaires, voire d'une petite partie d'entre eux. Elles n'existent pratiquement pas avant la Grande guerre, et sont créées massivement dans les années 1920, surtout après 1925, avant d'être interdites en 1933.

Les actions à vote plural, tant décriées par les observateurs de l'époque, sont très inégalement réparties sectoriellement (tableau 3) : ni banques, ni assurances, ni mines métalliques, ni sociétés alimentaires, ni presque de sociétés de transports (sauf maritimes). L'ancienneté de cotation de la plupart de ces secteurs garantit le bon classement de leurs titres et diminue les craintes de perte de contrôle. En revanche, les actions à vote plural sont très fréquentes dans les sociétés énergétiques (électricité, gaz, charbon et même pétrole), la distribution d'eau, les transports maritimes, la chimie et la sidérurgie, mais aussi les biens de consommation. Sectoriellement, il semble donc difficile de les associer à des comportements spécifiques en matière de financement ; elles sembleraient même plutôt associées à des secteurs dynamiques dont le recours au marché est croissant et important.

	Nb		Taille moy.	
		plur.	cote	plur.
Services	36	0,19	154	137
Transports	68	0,21	109	84
B. d'investissement	82	0,34	120	167
B. intermédiaires	49	0,41	248	396
Énergie	115	0,46	267	365
B. de consommation	126	0,25	100	207
total	476	0,32	164	264

Légende : nombre de sociétés cotées et proportion parmi elles des sociétés dotées en 1928 d'actions à vote plural. Tailles moyennes de ces deux catégories de sociétés mesurée par la capitalisation des actions et parts de fondateurs. NB : on n'a repris pour le calcul des chiffres concernant les sociétés dotées d'actions à vote plural que les sous-secteurs dans lesquels au moins une société est dotée de telles actions. Le nombre total de sociétés cotées en 1928 est de 628, la part des sociétés à vote plural étant de 25%.

Les sociétés ayant émis des actions à vote plural sont en revanche d'une taille nettement supérieure à la moyenne (y compris à la moyenne de leur secteur, généralement élevée du fait de leur concentration dans des secteurs de grandes sociétés). Ceci s'explique par le fait que les grandes sociétés ont plus de chances de voir les principaux actionnaires éprouver des difficultés pour maintenir leur contrôle. Mais cette relation ne semble pas associée à un comportement financier spécifique car, on l'a vu, les formes de financement sont globalement indépendantes de la taille.

Au total, la concentration dans le temps des créations d'actions à vote plural (entre 1925 et 1929) et leur parallélisme avec la hausse des cours et des émissions empêche de conclure à un effet défavorable de ces actions sur les émissions, à moins de leur donner une part de responsabilité dans la gravité et la durée de la crise des années 1930 sur le marché boursier, ce qui demanderait davantage d'information.

Les apports en nature

Qu'il résulte d'une fusion, d'une absorption ou d'une simple transformation de forme juridique, tout apport en nature est susceptible de donner lieu à une rémunération exagérée. Même des apports réalisés anciennement peuvent, si leur surévaluation est soupçonnée, avoir un impact durable sur la réputation d'une entreprise³⁷.

Les apports en nature représentent des montants importants, mais leur poids par rapport à celui des émissions en numéraire est très variable selon les secteurs (tableau 4). Globalement, ils sont importants dans l'industrie, faibles dans les services (sauf les sociétés immobilières avant 1914) et les transports, et moyens dans l'énergie. Ces différences s'expliquent en partie par l'importance des transformations d'entreprises familiales en sociétés, plus grande dans nombre d'industries que dans les secteurs où l'existence de seuils d'entrée élevés empêche (soit pour des raisons techniques, soit du fait des formes de la concurrence) une croissance progressive des entreprises.

³⁷ Nous examinons donc les apports réalisés par les sociétés avant comme après leur cotation.

Tableau 4 : Importance des apports en nature par secteur					
	1891	1891	1901	1918	1930
	1936	1900	1913	1929	1936
Services	384	113	136	91	40
Transports	109	47	16	35	4
B. de consommation	692	100	110	330	133
B. d'investissement	460	128	77	185	64
B. intermédiaires	506	24	69	273	112
Énergie	864	95	159	460	146
Total	3015	507	567	1375	499

Légende : apports en nature par période, en millions de francs 1913. Toutes sociétés passées par la cote, avant et après cotation.

Un examen au niveau sectoriel pour cinq sous-périodes indique une corrélation négative (mais peu importante) entre l'importance des apports et celle des émissions en numéraire, qui suggère que les actions d'apport suscitent la méfiance des épargnants. Cependant, cette corrélation n'empêche pas apports et émissions en numéraire d'évoluer parallèlement dans le temps, ce qui suggère que les coûts de mandat éventuels sont limités ou que ces deux formes de croissance sont nettement complémentaires.

Au total, l'examen de l'ensemble de ces indicateurs montre que les coûts de mandat potentiels n'évoluent pas de manière simple durant notre période : certains s'accroissent, tandis que d'autres reculent, ces évolutions découlant probablement à la fois des souhaits des principaux actionnaires, des craintes des épargnants et des changements de la législation. Une conclusion est claire : les coûts de mandat que supportent les sociétés cotées (à en croire les contemporains) ne connaissent pas durant notre période le recul d'ensemble qui serait nécessaire pour en faire une explication majeure du développement du financement de marché qui a lieu entre 1890 et 1930. Dans plusieurs cas, il y a multiplication ou accroissement des indicateurs de coûts de mandat parallèlement à la croissance des émissions. La présence dans certaines sociétés de quelques caractéristiques susceptibles d'éveiller la méfiance des épargnants est donc loin de conduire au rejet d'ensemble du marché financier que craignent certains auteurs. Si coûts de mandat il y a, ils sont donc cantonnés au niveau de sociétés prises individuellement, sans qu'apparaisse l'effet externe que nous envisagions ci-dessus, celui d'une méfiance étendue aux sociétés similaires. En revanche, cet examen global n'autorise pas à rejeter l'idée d'effets négatifs de nos indicateurs au niveau des entreprises considérées individuellement, ce que nous considérons maintenant.

Effets des coûts de mandat au niveau individuel

Plus qu'au niveau agrégé, c'est au niveau individuel que les différents indicateurs étudiés ci-dessus peuvent avoir un impact sur le financement, s'ils sont effectivement considérés par les

épargnants comme susceptibles de signaler un danger de détournement de valeur par les dirigeants des entreprises. Ce coût de mandat devrait alors avoir pour conséquence une plus grande difficulté à réaliser des émissions, soit que les épargnants refusent de souscrire, soit qu'ils exigent un rendement supérieur qui décourage les dirigeants de recourir à eux. On devrait donc observer une corrélation négative entre la présence de ces indicateurs et le financement externe, en particulier par actions. Nous avons testé cette relation en utilisant les données recueillies au niveau individuel, pour les principaux indicateurs déjà examinés. Du fait des caractéristiques de ceux-ci, nous avons malheureusement dû les tester séparément, ce qui rend délicate la comparaison des différents effets observés.

Parts de fondateur et actions non négociables

Nous avons testé l'effet de l'existence de parts de fondateur ou d'actions à négociabilité limitée (soit non cotées, soit à cessibilité limitée statutairement) sur le financement des entreprises³⁸. Nous cherchons à établir les corrélations pouvant exister entre ces indicateurs et l'importance relative du financement externe. Ce dernier est mesuré de deux manières différentes.

Tout d'abord on peut définir la part du financement externe comme l'importance des émissions par rapport à l'ensemble de la croissance de la valeur de la société durant une période (mesurée *ex-post* par la capitalisation boursière). C'est la mesure proposée précédemment et utilisée dans le tableau 1.

À côté des parts de financement ainsi mesurées *ex-post*, une autre mesure du financement externe est possible, qui consiste à rapporter le montant des émissions de titres à

³⁸ Nous n'avons pas examiné séparément les actions non cotées ou non négociables au cours de l'étude d'ensemble effectuée précédemment, car leur faible importance numérique durant l'essentiel de notre période aurait rendu cet examen fastidieux. La plupart des actions à vote plural ne sont pas cotées et sont soumises à des limitations de cessibilité (en général un droit de préemption du conseil d'administration à un prix fixé annuellement en fonction des dividendes ou des bénéfices). Ceci devrait naturellement renforcer la suspicion à leur encontre, même s'il s'agit d'une condition logiquement presque nécessaire à leur efficacité. Les restrictions de cessibilité ou de cotation de certaines catégories d'actions de sociétés cotées sont un phénomène nouveau dans les années 1920, à l'exception du secteur des assurances qui les connaît depuis longtemps (pour l'ensemble du capital). On ne le rencontre jamais avant guerre, alors même que la loi ne s'oppose plus après 1902 à l'existence de catégories d'actions différentes des actions ordinaires. En dehors des actions à vote plural, ces pratiques restent inconnues dans les années 1920, à l'exception toujours des assurances auxquelles s'ajoutent quelques banques. Ce n'est plus le cas en revanche après l'interdiction des actions à vote plural, dont la suppression s'accompagne parfois de leur transformation en actions à cessibilité limitée : on en trouve 33 exemples parmi les sociétés cotées en 1936, dont un cas où ces actions ne sont pas même cotées. Nous excluons les assurances des estimations ci-dessus : du fait des spécificités du secteur (gestion de capitaux à long terme, donc peu de besoins de fonds propres permanents), elles ne libèrent en général pas leur capital, et les restrictions de cessibilité de leurs actions sont liées au besoin de garantie de libération éventuelle. Pour la même raison, ces sociétés ne recourent pas à l'émission de titres pour se financer, de sorte que les coûts de mandat éventuels ne peuvent guère affecter leurs choix de financement, notre objet d'étude dans cet article.

la valeur boursière **initiale** de l'entreprise³⁹. Formellement (avec les mêmes notations que plus haut):

$$\text{FINX} = [\sum (D_t + K_t) (1 - d_t + p_t)] / V_1$$

Cet autre indicateur présente l'avantage de ne pas dépendre des hypothèses nécessaires pour la mesure de l'autofinancement selon la méthode précédente, et en outre de permettre de compléter l'étude *ex-post* de la part du financement externe dans la croissance réalisée, qui est par construction dépendante du succès final des investissements réalisés, par une mesure *ex-ante* qui en est beaucoup plus indépendante puisqu'elle rapporte le financement externe à la valeur initiale de la société. Cet indicateur présente cependant par construction des défauts, symétriques de ceux du premier : une société qui connaît une forte croissance risque d'apparaître comme ayant fortement recours au financement externe même si elle est en fait *a posteriori* largement autofinancée.

Nous avons ainsi pour chaque période et chaque entreprise un indicateur *ex-ante* et un indicateur *ex-post* de l'importance du financement externe (ce dernier subdivisé en trois variables, ACT, OBL et AUT, dont deux seulement sont indépendantes). Seule une comparaison détaillée des deux indicateurs en question devrait permettre de conclure.

Pour expliquer la dispersion entre sociétés des formes de financement ainsi mesurées, nous avons considéré parmi les variables exogènes en premier lieu des variables muettes signalant soit l'existence ou l'absence à une date donnée, soit la création ou la suppression au cours d'une période des catégories de titres en question (NC pour actions nominatives non cotées ou non librement cessibles, PF pour parts de fondateur ou sociétés en commandite). Nous y avons ajouté, outre des variables muettes sectorielles, la seule autre information indépendante dont nous disposons sur ces entreprises, à savoir l'ancienneté de leur cotation (variable AGE).

L'effet de ces variables sur les indicateurs du financement construits précédemment a été estimé grâce à un modèle d'analyse de la variance (par logit pour la période après 1928 du fait de la haute proportion d'entreprises n'émettant pas durant cette période, et des ratio très dispersés du fait de la fréquence de montants d'investissements très faibles⁴⁰). Le tableau 5 fournit une synthèse des estimations les plus significatives réalisées.

³⁹ Toutes variables mesurées, comme précédemment, en francs 1913.

⁴⁰ Pour cette dernière période, la fréquence des investissements nets négatifs interdit souvent le calcul de l'indicateur *ex-post* de financement et rend les résultats l'utilisant fragiles.

Tableau 5 : effet des parts de fondateurs et actions non cessibles ou non cotées sur les indicateurs de financement

1901-1913					
AUT = 0.76+	0.21 NC	+ 0.12 PF*			182 observations
(4)	(0.6)	(1.7)			
OBL = 0.08	- 0.16 NC	- 0.068 PF*			182 observations
(0.8)	(-0.8)	(-1.7)			
FINX = 1.1	- 0.54 NC	- 0.41 PF*			177 observations
(0.8)	(-0.4)	(-1.6)			
1913-1928					
AUT = -0.59 + 0.31 NC - 0.15 NCSP** + 0.044 PF* - 0.035 PFSP					202 observations
(-0.9)	(0.2)	(-2.4)	(-1.9)	(0.3)	
ACT = 0.74 - 0.28 NC + 0.3 NCSP** - 0.0084 PF + 0.022 PFSP					201 observations
(2.6)	(-1.4)	(2.5)	(-0)	(0.1)	
FINX = 1.9 - 0.5 PF* + 0.01 PFSP					255 observations
(2.6)	(-1.8)	(0)			
1928-1936 (logit)					
OBL = 2.3 - 1.3 NC** + 2.2 NCSP** + 0.07 PF + 0.2 PFSP					202 observations, dont 95 où OBL=1
(3.5)	(-2)	(3.1)	(0.1)	(0.2)	
FINX = 0.44 - 0.18 NC + 0.36 NCSP** - 0.26 PF + 0.51 PFSP* - 0.075 AGE					457 observations, dont 283 où
(3.1)	(-0.5)	(2.1)	(-1.4)	(1.6)	(-0.8)
FINX=1					

Légende

Pour chaque période, ACT, OBL and AUT sont les proportions des actions, des obligations et de l'autofinancement dans le financement total mesuré *ex-post*; FINX est l'indicateur *ex-ante* de financement externe (cf. texte).

Les variables indépendantes sont :

PF = 1 quand des parts de fondateurs non cotées sont présentes en début de période;

NC=1 quand des actions à transférabilité limitée (non cessibles) le sont.

Dans chaque cas, l'ajout de SP signale la suppression en cours de période. Pour la période 1901-1913, en l'absence de données pour 1901, PF et NC signalent la présence de parts ou d'actions non transférables en 1913.

Des variables muettes sont incluses pour 27 secteurs, mais ne sont pas reportés ci-dessus. C'est également le cas de l'âge, mesuré par le logarithme du nombre d'années de cotation de l'entreprise à la cote officielle Pour les équations testant ACT, OBL et AUT, les entreprises dont l'investissement net est négatif sont exclues. Les compagnies d'assurance sont exclues pour les raisons expliquées plus haut. Tous les montants sont mesurés en millions de francs 1913.

Les t de Student sont entre parenthèses. Une * signale les indicateurs de mandat significatifs au seuil de 10%, ** au seuil de 5%.

Les principaux résultats sont les suivants⁴¹.

Avant 1901, l'impact des parts de fondateurs (23 cas sur 100 sociétés étudiées, calculs non reportés) semble faible : on ne constate d'effet significatif de l'existence de parts de fondateurs sur aucun indicateur de financement. Ce résultat n'est pas surprenant puisque les entreprises émettent peu durant cette période, et lorsqu'elles le font obtiennent probablement l'essentiel des montants en question de souscripteurs proches d'elles, susceptibles d'être informés directement et donc de ne pas faire face à des coûts de mandat.

Entre 1901 et 1913 en revanche, un effet négatif significatif des parts de fondateurs sur le financement de marché apparaît pour trois indicateurs sur quatre (paradoxalement, il est significatif pour les obligations et non pour les actions). À moins que leur présence ne soit le signe de dirigeants moins désireux de recourir au financement externe, il semble bien que les parts de fondateurs exercent une influence négative sur les épargnants. On peut remarquer que cet effet négatif apparaît au moment où commence à se développer le financement sur le marché des entreprises. En revanche, l'existence d'actions non librement transférables n'a pas d'effet significatif (même s'il est bien dans la direction attendue) sur le financement⁴².

Entre 1913 et 1928, on constate un effet de l'existence de parts de fondateurs (31 sociétés concernées) pour trois des indicateurs. En outre, les actions non librement cessibles ont un impact négatif sur le financement externe (quoique non significatif) et leur suppression en cours de période un impact positif significatif, tandis que les mêmes effets apparaissent en sens opposé sur l'autofinancement, ce qui indique nettement la présence de coûts de mandat.

Après 1928 enfin, on trouve un effet significatif des actions non cotées sur l'émission d'obligations et sur le financement externe mesuré *ex-ante*, et la suppression des parts de fondateurs stimule également le financement externe.

Au total, on a trouvé un effet négatif de l'existence d'actions à cessibilité limitée quand elles existent, et un effet généralement défavorable des parts de fondateur, ce qui plaide en faveur de la réalité des coûts de mandat évoqués. Dans tous les cas, les effets sont substantiels : c'est presque toujours de plus de 10 points que la présence des indicateurs de coûts de mandat affecte la part de la forme de financement considérée (la part de l'autofinancement peut ainsi passer de 75 à 85% du financement total). En outre, il convient de remarquer que notre mesure des effets que nous venons d'observer est plutôt susceptible de

⁴¹ On notera qu'aucun résultat contredisant ceux qui sont fournis ici n'a été observé à l'occasion des estimations non reportées ici (celles concernant la première sous période essentiellement). Etant donné l'importance prépondérante d'autres déterminants des émissions de titres, on ne sera pas surpris que la part de la variance expliquée par nos indicateurs soit très faible (en général inférieure à 10%), de sorte que nous n'avons pas jugé utile de la reporter ici.

⁴² Il est possible que ceci résulte en partie du fait que nos indicateurs de coûts de mandat sont mesurés ici uniquement en fin de période. En effet, il est possible que de telles actions aient été créées à la fin de la période, trop tard pour freiner significativement les émissions des sociétés concernées. Si elles ont été créées pour maintenir un contrôle fermé à la suite d'émissions, une corrélation positive pourrait même apparaître sans que l'existence de coûts de mandat soit remise en cause (cf. ci-dessous le cas des actions à vote plural), au contraire.

les sous-évaluer que des les exagérer, car l'effet négatif de la présence de nos indicateurs peut être atténué voire supprimé quand une entreprise parvient à convaincre les épargnants de l'existence de raisons valables justifiant leur présence. En revanche, aucune autre explication des corrélations observées ne nous semble satisfaisante, de sorte qu'elle semble bien ne mesurer que des coûts de mandat.

Entre les années 1890, où les actions sont encore cantonnées dans un public très étroit et informé, et les années postérieures où elles se répandent davantage, une suspicion croissante semble donc se manifester à l'égard des caractéristiques des sociétés cotées qui peuvent faire craindre aux petits actionnaires d'être victimes d'abus de la part des dirigeants. Une méfiance particulière touche les actions non cotées ou non librement cessibles. Outre la préoccupation légitime des épargnants envers la liquidité de leur placement, ceci reflète peut-être la visibilité moindre de cette caractéristique par rapport aux parts de fondateurs (qui, à la différence de la non cotation, apparaissent nécessairement dans les statuts). Il reste que si les épargnants étaient méfiants, ils n'en ont pas moins choisi d'acheter des titres sans attendre un changement de législation: suivant les conseils des juristes et des financiers que nous avons rencontrés ci-dessus, ils ont seulement observés avec suspicion les indicateurs de coûts de mandat qui semblaient les plus dangereux, et se sont détournés des entreprises concernées.

Cette première étude est cependant limitée, car en examinant de longues périodes en fonction de caractéristiques présentes ou non à leurs bornes, nous ne pouvons guère rendre compte des réactions du public à la création de certains de ces instruments de contrôle ou d'appropriation de actifs sociaux. Les données que nous avons construites pour les autres indicateurs de coûts de mandat permettent une étude plus satisfaisante à cet égard.

Les actions à vote plural

Pour mesurer les conséquences des actions à vote plural sur la capacité d'émission des sociétés cotées, nous avons examiné simultanément l'impact de l'existence de telles actions à une date donnée sur les émissions postérieures et l'impact de la création de ces actions sur ces mêmes émissions. Cet examen est mené par comparaison avec les émissions que réalisaient durant le même temps des sociétés n'ayant pas créé de telles actions.

La raison de cette procédure est la suivante : la création massive d'actions à vote plural au cours des années de fortes émissions précédant immédiatement la crise des années 1930 risquait de conduire à attribuer artificiellement à ces actions le recul des émissions que connaissent toutes les sociétés du fait de la crise. Nous avons donc pour chacune des années 1927, 1928 et 1929 calculé le montant des émissions réalisées dans les trois années ayant suivi (non compris l'année de création des actions à vote plural, création dont on ne connaît pas la date exacte dans l'année). Nous avons ensuite cherché à estimer l'effet de la présence ou de la

création d'actions à vote plural sur la capacité d'émission des sociétés concernées par un modèle tobit (tableau 6).

Tableau 6 : Effet des actions à vote plural sur les émissions d'actions en numéraire						
Emissions réalisées entre 1928 et 1930 :						
525 sociétés: $EMK = - 0,18 + 0,35 PLUANT + 0,18 PLU1927 + 0,37 PLU1928 + 0,47 PLU1929 + 0,7 PLU1930$	(1,3)	(1,82)	(1,75)	(4,4)	(4,4)	(3)
229 petites sociétés: $EMK = -0,23 + 0,23PLUANT - 0,44 PLU1927 + 0,48 PLU1928 + 0,73 PLU1929 + 1,75 PLU1930$	(-0,9)	(0)	(-1)	(1,9)	(3)	(2,1)
Emissions réalisées entre 1929 et 1931 :						
558 sociétés : $EMK = - 0,16 + 0,25 PLUANT + 0,34 PLU1928 + 0,44 PLU1929 + 0,67 PLU1930$	(1,2)	(1,6)	(4,2)	(4,2)	(2,9)	
251 petites sociétés: $EMK = - 0,27 - 0,04 PLUANT + 0,47 PLU1928 + 0,64 PLU1929 + 0,93 PLU1930$	(-1,2)	(0)	(2)	(3)	(2,2)	
Emissions réalisées entre 1930 et 1932 :						
573 sociétés : $EMK = -0,94 + 0,2 PLUANT + 0,37 PLU1929 + 0,6 PLU1930$	(-0,7)	(1,3)	(3,5)	(2,6)		
259 petites sociétés : $EMK = - 0,16 - 0,05 PLUANT + 0,57 PLU1929 + 0,84 PLU1930$	(-1)	(-0,3)	(2,7)	(2,1)		
Légende:						
On cherche à mesurer l'effet des actions à vote plural sur les émissions d'actions en numéraire, soit la variable expliquée EMK . Pour toute année a de référence (a vaut ici successivement 1927, 1928 et 1929), EMK est égal au rapport des émissions en numéraire réalisées durant les années a+1 à a+3 incluses rapportées à la capitalisation totale en 1928 (titres cotés et non cotés). Du fait de la fréquence des valeurs nulles de EMK et de la troncature en 0 des émissions possibles (une entreprise ne peut pas réaliser d'émissions négatives), la méthode du tobit a été utilisée et l'on a préféré utiliser comme variable dépendante le ratio émissions/capitalisation plutôt que le logarithme des émissions.						
- PLUANT vaut 1 si des actions à vote plural ont été créées avant l'année a, 0 sinon.						
- PLUx vaut 1 si des actions à vote plural ont été créées au cours de l'année x, 0 sinon.						
L'âge des sociétés et leur secteur d'appartenance ont également été inclus dans les régressions, mais ne sont pas reportés par souci de clarté. Les variables PLU1931 et PLU1932 n'apparaissent pas car aucune société des échantillons concernés ne crée d'actions à vote plural au cours de ces années.						
L'échantillon inclut toutes les sociétés présentes à la cote depuis le début de l'année a jusqu'à la fin de l'année a+3.						
Les petites sociétés sont celles dont la capitalisation boursière en 1928 est inférieure à 50 millions de francs. Le nombre de ces sociétés ayant créé des actions à vote plural avant la date de référence de l'échantillon est respectivement de 4, 12 et 27 pour les trois échantillons. Les créations au cours de l'année de référence sont au nombre de 6, 11 et 14 respectivement.						

Les trois régressions que nous avons effectuées pour les années 1927, 1928 et 1929 (c'est-à-dire pour les émissions réalisées sur les périodes 1928-1930, 1929-1931 et 1930-1932) tentent d'expliquer l'importance des émissions au cours d'une période mesurée par le rapport entre les émissions cumulées durant la période et la capitalisation boursière en 1928. Parmi les variables explicatives, la présence initiale d'actions à vote plural devrait avoir un effet négatif, moindre peut-être que la création nouvelle de telles actions. Enfin, l'indication de la création de telles actions au cours de la période (qui devrait également avoir un effet négatif dans la proportion de la période restant à écouler lors de leur création) devrait éviter des biais liés à la longueur de la période étudiée.

Aucun de ces indicateurs n'a l'impact attendu, en tout cas de manière statistiquement significative. Sur les échantillons incluant l'ensemble des sociétés cotées (525 sociétés en 1927, 558 en 1928 et 573 en 1929), l'impact de la présence initiale ou de la création en début de période d'actions à vote plural est toujours positif, souvent significativement. Si l'on restreint ces échantillons aux petites sociétés (capitalisation en 1928 inférieure à 50 millions de francs), l'impact de ces indicateurs est parfois négatif, mais de manière non significative, et souvent significativement positif. Aucun coût de mandat de la présence ou de la création d'actions à vote plural n'apparaît donc clairement. A l'inverse, les actions à vote plural semblent permettre aux sociétés les émettant de continuer la politique d'émissions importantes qui les a amenées à créer de telles actions⁴³.

Ceci suggère que contrairement à notre hypothèse initiale les actions à vote plural importent surtout aux dirigeants ou aux actionnaires antérieurs des entreprises, qui craignent de perdre le contrôle si des émissions nouvelles ont lieu (qui se succèdent à un rythme si important durant cette période qu'ils sont sans doute contraints de diluer leur participation). Cet effet du côté de l'offre de titres l'emporte sur l'effet négatif des coûts de mandat anticipés que nous recherchions, sans qu'il nous soit possible de séparer l'un de l'autre. Si nous ne pouvons exclure que cet effet négatif existe, il ne peut cependant être que relativement faible. Est-ce parce que les souscripteurs des nouvelles émissions sont convaincus par l'argument des dirigeants selon lequel les actions à vote plural ne sont destinées qu'à éviter une mainmise étrangère sur l'économie nationale et ne sauraient être utilisées à leur détriment ? ou parce que la hausse rapide de la Bourse dans les années 1927-1929, précisément celles où ces actions se multiplient, rend les épargnants peu regardants sur les risques encourus en abandonnant le contrôle aux dirigeants du moment ?

Le premier argument semble peu convainquant dans la mesure où, on l'a vu, l'effet des actions à vote plural n'est pas même négatif pour les petites sociétés, qui risquent moins

⁴³ La causalité dominante est donc celle qui va des émissions récentes et prochaines (souhaitées par les entreprises) vers la création d'actions à vote plural. L'introduction de ces émissions dans un modèle probit tentant d'expliquer la création de telles actions donne d'ailleurs un résultat positif, significatif et substantiel. Nous ne reportons pas ces calculs qui sortent du cadre de cet article

d'attirer les capitaux étrangers⁴⁴. Il est difficile de vérifier la seconde explication du fait que les actions à vote plural ont été presque toutes créées durant la période de forte hausse des cours. Le fait que certaines sociétés en aient créé auparavant sans cesser pour autant d'émettre⁴⁵, parfois en quantités importantes, indiquerait plutôt que les souscripteurs potentiels ne sont que peu préoccupés par la confiscation du contrôle quand ils ont confiance dans la direction⁴⁶.

Il semble donc difficile de considérer que les actions à vote plural entraînent une véritable méfiance des épargnants. Ceux-ci semblent plutôt les accepter comme la contrepartie de l'élargissement de la propriété du capital dont ils bénéficient. L'importance des protestations contemporaines contre ces titres reflète donc probablement la réticence de principe de commentateurs craignant la sclérose d'entreprises dont les dirigeants seraient inamovibles plutôt que les soucis des actionnaires.

Les apports en nature

Nous avons vu qu'il ne semble pas possible de déceler par simple comparaison de leurs évolutions chronologiques respectives un effet direct des créations d'actions d'apport sur les émissions en numéraire au niveau de l'ensemble des sociétés ou des principaux secteurs. Nous ne pouvons mesurer la variation des émissions en numéraire à la suite de chacune des opérations d'apport de notre période du fait de leur grand nombre et des difficultés méthodologiques qui se présentent. Nous nous sommes donc concentré sur un moment particulier, auquel s'intéressent tout spécialement les auteurs soupçonnant les apports en nature de permettre d'abuser les épargnants : l'inscription à la cote.

Nous avons mesuré les apports réalisés durant les années entourant immédiatement la cotation, et avons estimé leur effet sur les émissions en numéraire réalisées dans les années suivantes⁴⁷. Les résultats sont fournis dans le tableau 7. L'effet des apports autour de la date de

⁴⁴ En outre, on a vu que la multiplication des créations d'actions à vote plural est postérieure à 1925, alors que la sous-évaluation du franc invoquée comme justification par les entreprises disparaît dès 1926.

⁴⁵ Les cas sont ici trop peu nombreux pour permettre une étude statistique, mais on peut citer l'Électrométallurgie de Dives, Alais, Frogues et Camargue, voire la Compagnie générale de navigation et les Auto-taxis marseillais, qui ont créé des actions à vote plural en 1926, les Hauts-fourneaux de la Chiers ou Citroën en 1924, c'est-à-dire la quasi-totalité des sociétés créatrices de telles actions, qui toutes continuent à émettre, parfois massivement, dans les années suivantes.

⁴⁶ Rien ne prouve qu'ils aient eu tort : rien ne montre en effet que les titres des sociétés ayant créé des actions à vote plural aient constitué un moins bon placement que d'autres. Le seul indicateur (peu précis) à notre disposition est l'occurrence d'une faillite durant la crise. Or celle-ci n'est pas plus probable pour les sociétés ayant émis des actions à vote plural que pour les autres sociétés cotées dès lors que l'on tient compte de la taille, du secteur d'activité et de l'âge (la relation est même négative, quoique non significative).

⁴⁷ Précisément, l'inscription à la cote ayant lieu l'année a , nous avons comparé les apports réalisés entre les années $a-2$ et $a+1$ incluses et les émissions en numéraire réalisées entre les années $a+1$ et $a+6$ incluses. Tous ces calculs sont réalisés sur les données individuelles mises en francs 1913. Cette méthode impose de restreindre l'échantillon aux sociétés inscrites à la cote avant 1931, sous peine de ne pas disposer des données pour les six années après cotation.

Nous aurions préféré réaliser l'estimation sur les logarithmes, mais la fréquence des cas où les émissions (soit contre apports, soit en numéraire) étaient nulles l'empêchait. Ceci impose de réaliser directement l'estimation

cotation sur les émissions en numéraire est net et significatif à l'échelle de l'ensemble de la période pour la totalité des sociétés. Cet effet est aussi important puisque en moyenne la création d'actions d'apports pour un montant de un million diminue les émissions en numéraire de 0,55 million. Enfin, cet effet est très fort avant 1900, semble disparaître durant les années 1900-1914 (où il reste vrai pour les grandes sociétés), est sensible durant les années 1920, et ne disparaît après 1925 probablement que du fait de l'impact de la crise sur les émissions.

Tableau 7 : Effet des parts de fondateurs sur les émissions en numéraire

	date de cotation	avant 1900	1900 à 1914	total avant 1914	1914 après à 1925	après 1925	total après 1914	période entière
toutes entreprises	coeff	-1.1	-	-0.6	-0.68	-	-0.47	-0.55
	t-stat	(-6.7)	ns	(-7.1)	(-4.8)	ns	(-4.4)	(-8.1)
	nb	324	158	482	188	201	389	871
grandes entreprises	coeff	-1.24	-0.52	-0.74	-0.73	-	-0.48	-0.56
	t-stat	(-5.1)	(-2.1)	(-5.9)	(-3.3)	ns	(-2.9)	(-5,6)
	nb	139	74	213	92	87	179	392
petites entreprises	coeff	-	-	-	-	1.1	-	-
	t-stat	ns	ns	ns	ns	-1.9	ns	ns
	nb	185	84	269	96	114	210	479

Légende : L'équation testée par le méthode du tobit (cf. note 47) est toujours de la forme $NUM = b + c APP + d K$, où **NUM** est le montant des émissions en numéraire réalisées dans les six années suivant l'année d'inscription a (exclue), mesuré en francs 1913; **APP** est le montant en millions de francs 1913 des apports en nature réalisés entre a-2 et a+1 (inclus); **K** est la capitalisation nominale libérée lors de l'inscription (millions de francs 1913). Des variables sectorielles muettes et l'âge des sociétés ont été incluses pour procéder à l'estimation, mais les valeurs n'ont pas été reportées pour alléger la présentation. L'effet de la taille (**K**) est toujours important (proche de 1) et significatif; nous ne le reportons pas pour alléger la présentation. Nous reportons uniquement le coefficient c, le t de Student correspondant et le nombre (nb) de sociétés incluses dans la régression.

Les coefficients sont tous négatifs et significatifs au seuil de 1%, sauf le seul coefficient positif et tous ceux qui sont marqués non significatifs (ns), qui ne le sont pas même au seuil de 10% et ne sont pas reportés.

En revanche, l'effet des apports semble curieusement absent pour les sociétés de petite taille, alors que l'on pourrait s'attendre à ce qu'il leur soit plus difficile de convaincre des actionnaires extérieurs de l'innocuité des apports, sachant que ceux-ci sont souvent utilisés pour "payer" les fondateurs au moment de l'entrée en bourse d'une société. En fait, plusieurs arguments expliquent cette meilleure position des petites sociétés. En premier lieu, notre

sur les niveaux, en introduisant pour tenir compte de l'effet de la taille des sociétés leur capital nominal libéré lors de l'inscription à la cote. Nous utilisons cet indicateur parce que nous ne disposons pas de la valeur boursière des sociétés chaque année; cela ne doit pas créer de biais car il est rare que cette valeur soit, l'année d'inscription à la cote, très différente du capital libéré, car les épargnants répugnent à souscrire à des titres nouveaux au-dessus du pair. Comme il est aisé pour les entreprises d'ajuster le capital nominal à la valeur de l'entreprise sur le marché, elles tiennent compte de cette contrainte et rendent notre hypothèse satisfaisante.

Du fait que les émissions en numéraire sont fréquemment nulles pour ces quelques années, nous ne pouvions utiliser une estimation de l'impact des apports par moindres carrés ordinaires: en effet, celle-ci risquait de sous-estimer l'influence négative des apports puisque cet influence ne peut pas aller jusqu'à rendre les émissions en numéraire négatives. Pour remédier à cette distribution des émissions en numéraire potentiellement tronquée, nous avons utilisé un tobit pour obtenir des estimateurs du maximum de vraisemblance non biaisés.

indicateur est probablement moins performant pour ces sociétés, car leur croissance plus forte en moyenne (seules de petites sociétés dynamiques sont admises à la cote) justifie des émissions en numéraire relativement plus élevées même si des actions d'apport ont été émises. Il convient de noter en ce sens que sauf dans un cas le coefficient de l'effet des apports reste négatif dans leur cas même s'il n'est pas significatif. Des arguments économiques interviennent aussi: les actions des petites sociétés sont moins dispersées dans le public, et il est probable que le succès de leurs émissions en numéraire dépend d'un petit nombre de gros actionnaires qu'il est plus aisé d'informer et donc de rassurer. D'autre part, la création d'actions d'apports destinées aux anciens propriétaires et dirigeants est le prix normal à payer pour la mise dans le public de nombre de petites sociétés (qui ne deviennent qu'à cette occasion des sociétés anonymes); on peut penser que c'est seulement lorsque un risque d'abus lors de cette création est craint que les actionnaires (éventuellement potentiels) refusent de souscrire à des émissions en numéraire, mais il est probable qu'alors la cotation elle-même est impossible, de sorte que les sociétés qui font partie de notre échantillon sont celles qui ont surpassé ce premier test. Pour les grandes sociétés, l'accès à la cote est sensiblement plus aisé, de sorte que ce biais de sélection ne joue pas et l'effet des coûts de mandat apparaît plus nettement.

On remarquera qu'en revanche l'absence d'un effet négatif plus fort des émissions contre apports dans les petites sociétés suggère que l'effet qui apparaît dans les grandes sociétés est bien un coût de mandat résultant d'asymétries d'information et non l'effet d'une simple substituabilité des apports en nature aux émissions en numéraire pour l'acquisition d'actifs nouveaux⁴⁸. En effet, une telle substitution serait nécessairement plus importante chez les petites sociétés, qui ont plus difficilement accès au marché financier. Si un coût de mandat existe chez les petites sociétés, il est peut-être alors masqué par une complémentarité entre les deux formes de croissance.

L'effet négatif des apports sur les émissions en numéraire semble donc un résultat robuste même si parfois difficile à identifier, en particulier dans les sociétés de petite taille. Les sociétés suscitent chez les épargnants, en rémunérant des apports en actions, une suspicion qui limite leurs possibilités d'émission.

Indicateurs indirects des coûts de mandat

Comme nous le suggérons dès notre introduction, les coûts de mandat pourraient non seulement expliquer directement une part des comportements de financement, ainsi que nous venons de le voir, mais aussi les influencer à travers d'autres caractéristiques des entreprises fréquemment rapprochées du financement. L'âge d'une société, avec la réputation qu'il permet

⁴⁸ La possibilité d'une telle substituabilité, qui créerait une corrélation négative entre apports et émissions en numéraire même en l'absence de coûts de mandat, nous a été suggérée par un des rapporteurs.

d'acquérir, peut ainsi compenser les risques perçus par les épargnants du fait de leur séparation des dirigeants. La taille peut avoir le même effet du fait de la plus grande visibilité, et donc probablement de la plus grande surveillance par le marché des sociétés importantes. Les asymétries d'information peuvent également varier fortement selon les secteurs d'activité, ce qui pourrait expliquer des différences d'accès au financement.

Nous avons introduit ces indicateurs dans les régressions effectuées ci-dessus, à titre de complément des indicateurs directs de coûts de mandat et pour contrôler les résultats. L'âge et la taille n'y ont pas d'effet significatif indépendant sur les formes de financement⁴⁹. Un certain nombre d'effets sectoriels apparaissent en revanche, auxquels on peut proposer les interprétations suivantes.

Tout d'abord, le recours plus important des secteurs de service public au financement obligataire peut probablement s'expliquer par la surveillance qu'exerce la puissance publique sur les sociétés de ces secteurs. Ces mêmes avantages se retrouvent pour l'ensemble des financements externes dès lors que l'on introduit un conflit d'intérêt potentiel entre les différentes catégories d'actionnaires.

Dans d'autres secteurs, la dépendance envers le marché financier, liée à des besoins réguliers et importants, impose aux entreprises de maintenir leur réputation à long terme, ce qui interdit d'abuser les actionnaires actuels. L'électricité est le secteur le plus nettement exposé à ce risque puisque son ratio immobilisations sur chiffre d'affaire est environ le triple de celui des autres secteurs. La sidérurgie peut l'être dans les périodes de fort renouvellement technologique. De fait, ces secteurs recourent au financement externe davantage que la moyenne.

La possibilité de contrôler les dirigeants est probablement supérieure dans les secteurs établis où la rentabilité normale est facilement connue par comparaison avec d'autres sociétés. Ceci pourrait expliquer deux faits récurrents: d'une part le décalage entre l'apparition d'un secteur à la cote et le début de son recours régulier au marché, d'autre part le grand nombre de sociétés n'ayant pas recours au marché dans les années suivant immédiatement leur inscription à la cote.

De même, les actionnaires extérieurs ont une moindre infériorité en information quand une grande part de la valeur d'une entreprise est aisément mesurable : les longueurs des réseaux de transports ou de distribution, la puissance des centrales électriques sont assez facilement comparables, donc évaluables, même si leur usage est parfois spécifique.

⁴⁹ Il n'est pas possible d'introduire la taille dans les régressions des tableaux 5 et 6, car son seul indicateur disponible, la capitalisation boursière, n'est pas indépendant des variables endogènes. La taille apparaît dans les régressions du tableau 7, mais avec un coefficient non significativement différent de 1, donc sans effet spécifique interprétable dans les termes envisagés ici. L'âge en revanche est introduit dans toutes les régressions effectuées, mais son effet, de signe variable, n'est presque jamais significatif (que l'on mesure l'âge par l'ancienneté de cotation ou l'ancienneté de l'entreprise dans sa forme juridique actuelle).

Avec les garanties que fournissent les actifs aisément liquidables de certains secteurs (sociétés immobilières), ces explications en termes de coûts de mandat permettent de rendre compte de la plupart des effets sectoriels que nous avons rencontrés.

Il apparaît au vu de cette énumération que l'utilisation d'indicateurs aussi sommaires que les secteurs d'activités présente un important inconvénient: la multiplicité même des liens qui peuvent être proposés entre eux et le financement. En l'absence de données plus précises et disponibles au niveau individuel (par exemple la part des actifs immobilisés pour lesquels existe un marché secondaire, ou l'importance des capitaux circulants par rapport aux capitaux fixes), on ne peut mesurer directement la validité de l'un ou l'autre de ces arguments, ce qui risque d'en faire des explications partiellement *ad hoc*. C'est pour cette raison que nous nous sommes interdit de fonder un test de l'existence de coûts de mandat sur de tels indicateurs et avons eu recours à des indicateurs directs. Ceci n'interdit cependant pas de suggérer que les effets sectoriels ci-dessus puissent avoir une certaine importance, qui reste à démontrer.

Conclusion

Les principales conclusions de cette étude sont les suivantes. En premier lieu, l'insuffisante information et protection des actionnaires et des obligataires par la législation ne suffit pas à empêcher le développement du marché financier français durant notre période. Il faut donc examiner les coûts de mandat spécifiquement craints par les investisseurs pour mesurer leur importance. Nous l'avons fait grâce à des indicateurs directs de coûts de mandat suggérés par les débats juridiques et financiers de l'époque. Cette méthode conduisait certes à minimiser les coûts de mandat mesurés, mais elle renforçait fortement la validité des résultats obtenus.

Les résultats au niveau individuel sont assez différents de ceux que l'on perçoit à l'échelle globale. La présence des indicateurs de coûts de mandat examinés ci-dessus n'apparaît pas à l'échelle de l'ensemble des sociétés cotées (ni à celui de sous-groupes sectoriels ou de certaines époques) comme un obstacle au développement du marché qui a lieu durant notre période : dans quelques cas particuliers, la raréfaction de ces indicateurs contribue peut-être à ce développement, tandis que leur fréquence peut l'avoir ralenti, mais aucune relation globale n'a semblé significative. En revanche, au niveau individuel, plusieurs indicateurs ont un effet négatif sur les émissions. On en déduit que les épargnants craignent bien certains abus de la part des dirigeants des entreprises. Ces craintes ne les détournent pas du marché, mais les amènent à privilégier les sociétés ne donnant pas prise aux soupçons. Les coûts de mandat ont ainsi moins d'effet sur le développement global du marché que sur l'allocation des capitaux entre les sociétés, tandis que l'absence d'effet global montre que le comportement d'une

société n'a pas d'externalité négative sur ces voisins (comprises comme les sociétés de la même époque ou du même secteur).

Du fait que la demande de capitaux n'est certainement pas infinie au prix courant du capital, les lacunes juridiques et les pratiques "soupçonnables" de certaines entreprises ont cependant sans doute, en restreignant le nombre de sociétés sur lesquelles les épargnants pouvaient porter leurs capitaux, freiné la croissance globale du marché, qui est d'ailleurs plus lente en France que dans d'autres pays où les coûts de mandat semblent plus faibles (Michie, 1987 et 1988). En particulier, elles ont pu contribuer à l'exportation des capitaux français qui a souvent été accusée d'avoir freiné la croissance industrielle avant la première guerre mondiale. En effet, les coûts de mandat font partie des coûts de transaction, dont l'importance peut abaisser sensiblement l'investissement si les détenteurs d'épargne sont séparés des investisseurs. Cependant, prouver que les coûts de mandat ont sensiblement réduit le niveau de développement du marché financier et l'investissement en France imposerait une comparaison internationale et une perspective macroéconomique qui sortent du cadre de cet article.

Bibliographie

- Aupetit, A. & alii, Les grands marchés financiers, F. Alcan, 1912
- Baskin, J.B., "The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914 : overcoming asymmetric information", Business History Review, LXII, 1988, pp. 199-237.
- Baudant A., Pont-à-Mousson (1918-1939) Stratégies industrielles d'une dynastie lorraine, Publications de la Sorbonne, 1980.
- Berle A.A. & G.C. Means, The modern corporation and private property, New-York, Macmillan, 1933.
- Bouton, A., La fin des rentiers, M.-P. Trémois, 1931.
- Bouvier J., "Recherches sur l'histoire des mécanismes bancaires en France dans le dernier tiers du XIX^e siècle", Bulletin du centre de recherche sur l'histoire des entreprises, n°4, déc.1955.
- Bouvier J., F. Furet & M. Gillet, Le mouvement du profit en France au XIX^e siècle, Mouton, 1965.
- Caron, F., "Investment strategy in France", in H. Daems & J. Van der Wee (ed.), The rise of managerial capitalism, Louvain, 1974.
- Cauboué, P., Banques et problèmes bancaires, Paris, 1942
- Cellerier, L., Etudes sur les sociétés anonymes, Sirey, 1905
- Chandler A.D., Strategy and structure, New-York, 1966, [trad. fr. Éd. d'organisation, 1972].
- Charpentier J., Traité pratique des bilans et inventaires, Berger-Levrault, 1921.

- Cohen, D.H., La protection de l'épargne, Grasset, 1935
- Colin, M., Des mesures à prendre pour défendre l'épargne dans les sociétés par actions, Sirey, 1911.
- Daumard, A. (ed.), Les fortunes françaises au XIX^{ème} siècle, Mouton-EPHE, 1973.
- Dauphin-Meunier A., La banque, 1919-1935, Gallimard, 1936.
- David R., La protection des minorités dans les sociétés par actions, Sirey, 1928.
- Daviet J.-P., La compagnie de Saint-Gobain de 1830 à 1930, thèse de l'université de Paris-I, 1983.
- Decugis H., "De l'établissement des comptes de réserve et d'amortissement dans les sociétés par actions", Journal des sociétés, 1903, p.481-490.
- Demsetz, H., "The structure of ownership and the theory of the firm", Journal of Law and Economics, XXVI, June 1983, pp. 375-393
- Demur E., Le comptable, Eyrolles, 11^e éd., 1939.
- Denuc J., "Dividendes, valeurs boursières et taux de capitalisation des valeurs mobilières françaises de 1857 à 1932", Bulletin de la S.G.F., XXIII, juillet 1934, p.691-767.
- Dieterlen P., "L'épargne", in : Ch. Rist & G. Pirou (dir.), "De la France d'avant-guerre à la France d'aujourd'hui", numéro spécial de la Revue d'économie politique, 1939, p.393-438.
- Duplessis F., Comptabilité des sociétés par actions, Marchal & Billard, 1903,
- Easterbrok, F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", American Economic Review, LXXIV, n° 4, sept. 1984, pp. 650-659.
- Fama, E.F. & M.C. Jensen, "Separation of ownership and control", Journal of Law and Economics, XXVI, June 1983 (a), pp. 301-325.
- Fama, E.F. & M.C. Jensen, "Agency problems and residual claims", Journal of Law and Economics, XXVI, June 1983 (b), pp. 327-349.
- Fama, E.F. & M.C. Jensen, "Organizational forms and investment decisions", Journal of Financial Economics, XIV, 1985, pp. 101-119.
- Faure, G., Cours de comptabilité, École libre des sciences politiques, 1910
- Fou R. du, Le mouvement de concentration dans la sidérurgie lorraine, Berger-Levrault, 1934.
- Fuzet, H., Cours de comptabilité, École libre des sciences politiques, 1934
- Galibert, J., La réévaluation des bilans, Paris, 1930
- Gallais-Hamono, G. & P.-C. Hautcœur, Le marché financier français au XIX^e siècle, Association d'économie financière (à paraître).
- Gendrel, P.Y. La protection de l'épargne, Paris, 1939
- Hautcœur, P.-C., Le marché boursier et le financement des entreprises françaises, 1890-1939, thèse de l'université de Paris I, 1994.

- Hautcœur, P.-C., "Le financement des entreprises françaises de 1890 à 1936 : une approche microéconomique sur données boursières", Économie & Statistiques, n°268-69, 1993-8/9, pp. 141-57.
- Hautcœur P.-C. & S. Grottard, "Inflation, taxation and corporate profits in 1920s France : a reappraisal based on financial theory", communication à l'école d'été de l'European Historical Economics Society, Gröningen, juin 1995.
- Hilaire, J., Introduction historique au droit commercial, Paris, 1986
- INSEE, Annuaire Statistique de la France, annuaire et édition rétrospective de 1966.
- Jacques-Charpentier, Traité pratique des bilans et inventaires, Berger-Levrault, 1921.
- Jeanneney, J.-N., L'argent caché, Fayard, 1981
- Jenny, E. G., & G. Niedermeyer, Les fraudes en comptabilité, Dunod, 1942.
- Jensen M. & W. H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, III, 1976, pp. 305-360
- Lacour L. & J. Bouteron, Précis de droit commercial, 2 vol., Dalloz, 1921.
- Lamoreaux, N., Insider lending: banks, personal connections and economic development in industrial New England, Cambridge University Press, 1994.
- Léautey E., L'unification des bilans des sociétés par actions, Librairie comptable et administrative, 1904
- Leroy-Beaulieu, P., L'art de placer et gérer sa fortune, Paris, 1906
- Lescure, M., "Banking in France during the inter-war period", in Ch. H. Feinstein (ed.) Banking, currency, and finance in Europe between the wars, Oxford: Clarendon Press, 1995., pp.315-336.
- Lévy R.-G., "Psychologie des placements", Revue d'économie politique, février 1905, p.97-125.
- Lévy-Leboyer M., "Le patronat français a-t-il été malthusien ?", Le Mouvement social, n° 88, juillet 1974, p.3-49.
- Lévy-Leboyer M., "The large corporation in modern France", in : A. D. Chandler & H. Daems, Managerial Hierarchies, Comparative Perspectives on the Rise of Modern Industrial Enterprise, Cambridge, Harvard U.P., 1980, p.117-60.
- Lévy-Leboyer, M. & F. Bourguignon, L'économie française au XIXème siècle, Économica, 1985
- Lévy-Leboyer M. & M. Lescure, "France", in : R. Sylla & G. Toniolo (dir.), Patterns of european industrialisation : the XIXth century, Londres : Routledge, 1991, p.153-174
- Lysis (pseud. d'E. Letailleur), Contre l'oligarchie financière, "La revue" éd., 3rd ed., 1908
- Marnata, F., La Bourse et le financement des investissements, A. Colin, 1973.
- Martin R., Patron de droit divin, Gallimard, 1984.
- Michalet, C.A., Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours, PUF, 1968

- Michie, R.C., The London and New-York Stock Exchanges, 1850-1914, Allen & Unwin, 1987.
- 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.
- Mitton, F., Comment bien placer ses capitaux, Paris, 1907
- Monnin, P. A., Guide pratique du capitaliste rentier, Paris, 1882
- Moreau-Néret, O., Les valeurs mobilières, Sirey, 1939.
- Morin, G., "De la constitution de réserves non statutaires dans les sociétés anonymes par délibération de l'assemblée générale des actionnaires", Annales de droit commercial, XXII, 1908, pp. 345-408.
- Navin, Th.R. & M.V. Sears, "The rise of a market for industrial securities, 1887-1902", Business History Review, XXIX, n°2, June 1955, pp. 105-38.
- Neuburger, A., Le détournement de pouvoir dans les sociétés anonymes, Sirey, 1937
- Nishimura, S., "The French provincial banks, the Banque de France, and bill finance, 1890-1913", Economic history review, XLVIII, 3, August 1995, pp.536-554.
- Omnès, C., De l'atelier au groupe industriel : Vallourec, 1882-1978, édition M.S.H.-P.U. Lille, 1980.
- Parker, W., The Paris Bourse and french finance, Ph.D., Columbia University, New-York, 1919
- Périé, Ch., L'admission des valeurs à la cote de la Bourse de Paris, Montpellier, Firmin & Montane, 1915
- Pirou, G. & M. Byé, Traité d'économie politique, Sirey, 1943.
- Rebotier, M., Les participations bancaires à l'industrie, Sirey, 1935
- Rivière, R., De l'admission à la cote dans les bourses françaises de valeurs, A. Pedone ed., 1913
- Robert-Milles, S., La grammaire de la Bourse, P. Sevin, 1892
- Rosenfeld, F., Analyse des valeurs mobilières, Dunod, 1906.
- Rousseau, R., Traité théorique et pratique des sociétés commerciales françaises et étrangères, A. Rousseau, 1902.
- Sauvy, A., Histoire économique de la France entre les deux guerres, nouvelle édition, Economica, 1984 (1^e éd. Fayard, 1972).
- Scott, J. H., "A theory of optimal capital structure", Bell journal of economics, VII, n°1, 1976, p.33-54.
- Stiglitz, J. E., "Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies", European economic review, 36, n°2/3, avril 1992, p.269-306.
- Teneul, G. F., Contribution à l'histoire du financement des entreprises en France depuis la fin du XIX^e siècle, L.G.D.J., 1960.

- Théry, E., "Les valeurs mobilières en France", in : Congrès international des valeurs mobilières, 1900, vol. 2, n° 42.
- Vaes, U. J., La technique du financement des entreprises, R. Fonteyn (Louvain) et M. Rivière, 1930
- Villa, P., Une analyse macroéconomique de l'économie française au XX^e siècle, CNRS, 1993.
- Watts, R. L. & J. L. Zimmerman, "Agency problems, auditing and the theory of the firm : some evidence", Journal of law and economics, XXVI, n°3, octobre 1983, p.613-34.
- Werner, W. & S. T. Smith, Wall Street, New-York, Columbia U.P., 1991.
- Williamson, O.E., "Corporate finance and corporate governance", Journal of finance, XLIII, juillet 1988, p.567-592.

**Asymétries d'information, coûts de mandat
et financement des entreprises françaises,
1890-1936.**

Pierre-Cyrille Hautcœur^a

^a Université d'Orléans, LEO et DELTA (unité mixte de recherche CNRS-EHESS-ENS); Ecole normale supérieure, 48, boulevard Jourdan, 75014, Paris. Courrier électronique: hautcoeur@delta.ens.fr.

Résumé

La période 1890-1939 se caractérise par un paradoxe : d'un côté, de forts coûts de mandat devraient empêcher le développement d'un marché des titres privés, et en particulier les émissions d'actions. En effet, l'information est fortement asymétrique entre épargnants et dirigeants des entreprises, le contrôle de ces dirigeants par les actionnaires est difficile, et la législation laisse pratiquer librement un certain nombre d'opérations financières permettant dans certaines conditions une appropriation par les dirigeants–gros actionnaires d'une part disproportionnée des actifs des entreprises. Or dans le même temps le marché financier connaît une croissance considérable. Après l'avoir présenté, cet article cherche à examiner plus précisément ce paradoxe, en étudiant l'influence effective des coûts de mandat sur le financement, grâce à une base de données nouvelle sur les opérations financières des entreprises cotées. Il montre que cette influence est parfois sensible, mais qu'elle touche les seules sociétés pouvant être soupçonnées, sur la foi d'indices visibles, de faire courir des risques aux détenteurs de leurs titres, les autres sociétés pouvant en revanche se développer en s'appuyant sur le marché.

Summary

The period from 1890 to 1939 is characterized by a paradox: on one side, high agency costs should hinder the development of a market for private securities and especially for shares, since information is seldom and highly asymmetric between savers and firm's managers, and a very unrestrictive regulation allows the owner-managers to appropriate easily the firm's assets. At the same time, the capital market registers an important growth of private quotations and issues. This paper presents this paradox and tries to examine in detail the influence of agency costs on individual firms finance using a new database containing all financial operations by a thousand listed firms during 50 years. We show that the influence of agency costs cannot be neglected since firms presenting signs of a higher risk for savers are not able to issue as easily as the others, but also that this feature was not sufficient to prevent the development of the market.

Mots clefs : asymétries d'information, coûts de mandat, financement, marché financier, coûts de transaction, droit des sociétés.

Codes J.E.L. : G 3, K 2, N 2.

