

Le marché boursier et le financement des entreprises françaises (1890-1939)¹

Pierre-Cyrille HAUTCŒUR

Cet article constitue un résumé de ma thèse de doctorat soutenue sous le même titre à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne en 1994. Il a été publié dans les Actes du Congrès international d'histoire économique, volume *Recent doctoral research in economic history*, Madrid, 1998.

La France de la fin du XIXe siècle et du début du XXe présente un paradoxe intéressant. D'un côté, il s'agit clairement d'une économie dans laquelle le marché financier est largement développé et a un rôle macro-économique essentiel: il autorise une dette publique importante dont la négociation détermine les taux d'intérêt à long terme, et facilite l'adaptation de l'économie aux chocs extérieurs en ajustant les prix relatifs des titres nationaux et étrangers. Pourtant, le rôle micro-économique du marché financier est moins clair. Au début des années 1890, la plupart des titres cotés sont publics ou semi-publics (ainsi ceux des grandes compagnies de chemins de fer ou du Crédit foncier) tandis que le nombre de titres privés est encore très faible (il en est de même aux Etats-Unis, mais non en Grande-Bretagne). Malgré l'augmentation des années qui suivent, on peut douter que la Bourse joue un rôle substantiel dans le financement des entreprises privées et donc dans leur développement.

On peut rattacher cette observation à une question théorique qui est en quelque sorte la version "financière" du vieux débat entre la banking school et la currency school, à savoir celle de l'efficacité relative des systèmes financiers centrés sur le marché et de ceux centrés sur les banques. Cette opposition est généralement abordée en examinant l'activité des banques pour déterminer dans quelle mesure elles contribuent à l'investissement. A l'inverse, l'observation ci-dessus nous suggère d'examiner d'abord la contribution du marché boursier (le marché par excellence) au financement des entreprises. Nous suggérons en quelque sorte de renverser la charge de la preuve en examinant l'emprise concrète du marché boursier et son efficacité avant d'attribuer à un marché financier abstrait

et peu spécifié le rôle de *deus ex machina* du financement des entreprises partout où les banques ne semblent pas entièrement efficaces.

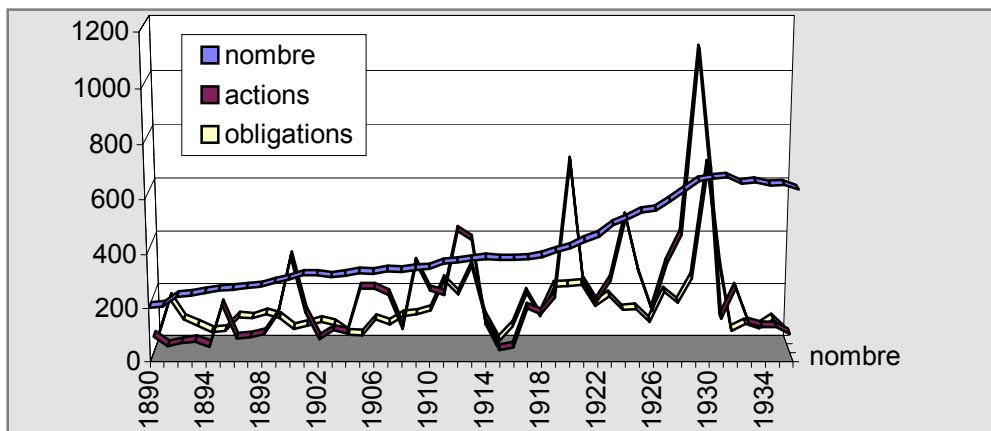
L' "efficacité" qui nous intéresse n'est pas principalement l'égalisation des rendements anticipés grâce à l'arbitrage. Cette efficacité statique est certainement vérifiée sur les grands marchés de la fin du XIXe siècle (de nombreux travaux le démontrent, sinon pour Paris, du moins pour des places similaires). Plus importante est l'efficacité de l'allocation des capitaux nouveaux, qui n'est équivalente à la précédente que sous des conditions précises. Alors que l'égalisation des rendements anticipés est une préoccupation de l'épargnant gérant son portefeuille, l'allocation des capitaux nouveaux (celle qui stimule la croissance) préoccupe davantage les entrepreneurs, et avec eux l'historien soucieux d'expliquer la croissance. C'est donc l'évolution de la place du financement par émissions de titres dans le financement des entreprises cotées² que nous cherchons à expliquer. Plus précisément, nous nous demandons dans quelle mesure cette place découle directement des besoins de financement liés aux transformations structurelles de l'économie ; si elle résulte de choix de financement de ces entreprises visant d'abord à optimiser le rendement du capital (comme le suppose la théorie micro-économique) ; ou si elle s'explique mieux par les changements macro-économiques et institutionnels (dont nous verrons qu'ils sont parfois liés) de notre période. Notre réponse comporte trois parties qui se concentrent successivement sur ces trois aspects.

I. L'évolution du rôle du marché dans le financement des entreprises cotées

Notre premier objectif est de mesurer si l'on peut parler d'un rôle plus que marginal du marché boursier dans le financement des entreprises françaises et si ce rôle évolue en fonction des transformations de l'économie française durant notre période. La réponse à ces questions impose le détour par la construction de nouvelles données sur le rôle quantitatif du marché boursier dans le financement des entreprises privées. Les statistiques d'émissions existantes (Marnata, 1973) ne permettent pas de répondre correctement à ce programme, car elles mêlent les émissions des sociétés cotées à celles d'un grand nombre d'entreprises dont les titres n'ont pas accès à un marché organisé et ne sont probablement pas réellement négociables. En outre, ces statistiques informent probablement autant sur la qualité (probablement changeante) de l'information collectées par la banque qui la réunit aux fins de son exploitation privée que sur le développement du marché financier dans son ensemble. Pour comprendre le rôle

du marché comme lieu réel de fixation de prix dans l'échange, nous nous sommes concentrés sur les émissions des sociétés cotées en Bourse de Paris, qui présentent une plus grande homogénéité du fait de la liquidité associée à l'organisation de ce marché. Le recensement systématique, au niveau de chacune des plus de 1000 entreprises passées par la cote, des opérations financières réalisées chaque année pendant notre période permet de présenter les évolutions globales résumées dans le graphique 1.

Graphique 1 : nombre de sociétés inscrites à la cote officielle et leurs émissions d'actions et d'obligations



N.B.: Les émissions sont mesurées en millions de francs 1913.

Pour mesurer le rôle du marché dans le financement des entreprises en question, on ne peut cependant pas s'arrêter au montant des émissions de titres: les autres formes de financement doivent aussi être examinées. Du fait que nous nous intéressons uniquement au financement de l'investissement, nous négligeons le rôle des banques, qui ne fournissent pas de financement à long terme durant notre période³. Nous supposons par ailleurs que les dirigeants cessent de détenir des comptes courants créditeurs dans des sociétés dont ils sont désormais des actionnaires parmi d'autres. En revanche, l'autofinancement ne peut pas être négligé, même si sa mesure est difficile du fait des déficiences (au regard des normes actuelles) et surtout de l'hétérogénéité des pratiques comptables de l'époque, en particulier en ce qui concerne la définition des amortissements (Lemarchand, 1993). Nous proposons une méthode originale, inspirée de la théorie financière actuelle, qui nous permet d'évaluer l'autofinancement de chaque entreprise sur le moyen terme. Cette méthode consiste à supposer que les actifs des entreprises évoluent comme l'évaluation de sa valeur que représente sa capitalisation boursière (ce qui impose des périodes de mesure suffisamment longues pour que la volatilité des cours de bourse ne biaise pas les résultats). Si cette hypothèse est

juste, tous les actifs qui n'ont pas été financés par des émissions de titres ont du l'être par autofinancement, de sorte que le rôle de celui-ci dans le financement pour une période donnée peut être déduit par la différence entre la croissance de la valeur de l'entreprise et les montants qu'elles reçoit par ses émissions (ou par fusion), le tout actualisé de manière adéquate.

A partir de ces données individuelles, on peut comparer le rôle des différents moyens de financement pour l'ensemble (ou certaines) des sociétés cotées, comme dans le tableau 1, qui montre l'augmentation du rôle du marché dans l'entre-deux-guerres par rapport à l'avant-guerre⁴ (pour plus de détails sur la méthode et les résultats, cf. Hautcoeur, 1993).

Tableau 1 : formes de financement des societes cotees durant deux periodes														
	139 sociétés cotées de 1891 à 1913							274 sociétés cotées de 1913 à 1936						
	nb	1891	1913	app	act.	oblig	autof	nb	1913	1936	app	act.	oblig	autof
Secteurs														
Services	52	2657	4744	0	13	1	86	79	5830	9793	3	28	5	67
Transports	16	700	928	1	22	36	42	29	1206	1530	4	106	145	-150
B. d'investissement	12	162	523	5	10	17	73	35	1411	3480	9	55	39	6
B. intermédiaires	12	332	446	0	0	11	88	24	821	4811	16	27	11	62
Énergie	23	717	949	4	8	16	76	61	3710	13959	8	36	30	34
B. de consommation	24	344	536	0	8	2	90	46	1024	4156	3	25	5	70
Taille														
Petites	95	902	1932	2	9	11	81	153	1638	6876	9	37	18	45
Moyennes	34	1862	2623	1	13	8	79	109	7015	21626	10	33	23	43
Grandes	10	2147	3571	1	13	6	80	12	5349	9226	0	33	17	49
Total	139	4911	8127	1	12	8	80	274	14001	37728	7	34	21	45

Légende: Le tableau indique successivement le nombre de sociétés, leur capitalisation boursière en début et en fin de période (en millions de francs courants), la part des apports en nature lors de fusions dans la croissance totale de leurs actifs durant la période (en pourcentage), puis les parts respectives des actions, obligations et de l'autofinancement dans la croissance de leurs actifs nette des apports ($act+obl+autof=100$). On mesure la taille des sociétés par leur capitalisation boursière en début de période. Les petites sociétés sont de taille inférieure à 25 millions, les moyennes entre 25 et 100 pour la première période et entre 25 et 200 millions pour la seconde période. Les grandes sont de celles qui restent.

Trois conclusions majeures peuvent être tirées de l'examen simultané de l'évolution des admissions à la cote, des émissions et de l'autofinancement. La part du marché financier dans le financement des entreprises cotées atteint son maximum non avant 1914 (comme il était couramment admis) mais dans les années 1920. Cette augmentation se conjugue avec une augmentation de la part des actions dans le financement externe, au détriment des obligations. Enfin, cette transformation se réalise à la fois par augmentation de la part du financement externe des entreprises anciennement cotées, et surtout par l'entrée en Bourse de nouvelles entreprises, appartenant plus

souvent à l'industrie que les précédentes. C'est pour les secteurs industriels, longtemps essentiellement autofinancés, que le changement des formes de financement que nous décrivons est le plus significatif. Il apparaît ainsi que la Bourse a joué un rôle d'accompagnement substantiel dans la seconde révolution industrielle en France.

Un examen détaillé de ces données peut suggérer un début d'interprétation s'appuyant sur les transformations de la demande de capitaux résultant des changements structurels de l'économie au cours de notre période. Ainsi, on remarque que la transformation de la cote et l'augmentation du poids du financement de marché s'effectue de manières très diverses d'un secteur à l'autre, selon des modalités complexes que seule une approche au niveau des entreprises permet de déceler. Ceci suggère une interprétation par les dynamiques sectorielles, d'origine technologique et peut-être organisationnelle, qui distinguerait quatre types de secteurs. Les premiers sont immobiles (canaux, ports et docks, eaux minérales et, à un moindre degré, compagnies d'assurances et de distribution d'eau). Ils correspondent en général à des technologies stables ou à la simple exploitation d'investissements antérieurs; les entrées y sont peu nombreuses, les disparitions également, et les émissions faibles ou nulles (ce qui n'empêche pas la croissance interne de certaines sociétés en place). D'autres secteurs anciens sont plus dynamiques (banques, transports maritimes et terrestres, imprimerie-papeterie): on y voit des entrées et des disparitions, même si les sociétés anciennes dominent massivement capitalisation et émissions.

Quand les nouvelles sociétés sont plus nombreuses ou leur cotation plus concentrée dans le temps, elles peuvent provoquer un renouvellement dynamique de la cote (textile, houillères et, de manière plus ponctuelle, sociétés immobilières, carrières, gaz et alimentation). Pourtant, les cotations ne sont ici que suivies lentement par le renouvellement des modes de financement car (pour des raisons de réputation ?) les émissions sont encore faibles et dominées par les sociétés anciennes. A terme pourtant, ces petites sociétés nouvelles modifient l'équilibre des forces et les politiques financières dominantes en faveur d'un rôle plus grand du marché. Quand ce renouvellement est permanent (mécanique, chimie) une croissance dynamique est assurée.

Un dernier modèle inclut les nouveaux secteurs exigeant d'emblée des entreprises de grande taille et des investissements importants (tramways vers 1900, distribution d'électricité durant toute notre période, sociétés pétrolières dans les années 1920). Les sociétés en question accèdent immédiatement à la cote grâce à leur taille et à leur fondation par des industriels et financiers réputés, et réalisent des émissions importantes dès leurs premières années. Ces secteurs se concentrent en général rapidement, et attirent une part importante des ressources du marché,

d'autant plus que l'intervention publique dans leurs tarifs limite l'autofinancement et les conduit vers un statut semi-public.

Selon cette description, une grande part de l'évolution de la cote et des émissions résulte de la superposition d'une dynamique interne à chaque secteur (dans laquelle des sociétés nouvelles tentent de prendre le pas sur leurs aînées en s'appuyant sur le marché boursier) et d'une dynamique globale des rapports entre les secteurs, liée au rythme différentiel des innovations, mais aussi aux formes particulières de financement propres à chaque secteur.

II. Déterminants micro-économiques

La présentation ci-dessus d'une explication de la transformation du marché boursier et de son rôle dans le financement des entreprises par une dynamique sectorielle reste néanmoins partiellement descriptive, et néglige non seulement les déterminants des choix individuels des entreprises mais surtout leur interaction avec les comportements des épargnants et donc l'offre de capitaux. Notre deuxième partie cherche à prendre en compte ces aspects en examinant dans quelle mesure le rôle du marché dans le financement des entreprises résulte de la simple adaptation optimale d'entreprises et d'épargnants rationnels à des transformations du contexte dans lequel ils se rencontrent. Elle permet en outre de préciser le rôle du marché secondaire dans les décisions financières.

Nous devons d'abord mener jusqu'à son terme l'hypothèse d'efficacité du marché en examinant dans quelle mesure le marché boursier de notre période la satisfait. Selon la théorie financière actuelle, deux explications des choix de financement peuvent exister en équilibre général: dans un univers certain, seules les différentes fiscalités s'appliquant aux diverses formes de financement suppriment l'indifférence des entreprises (et en même temps des épargnants, dont les intérêts sont identiques dans ce cadre) entre les différents instruments de financement (Modigliani et Miller, 1963); en situation d'incertitude avec asymétrie d'information entre dirigeants des entreprises et épargnants, s'y ajoutent les coûts dits de mandat, c'est-à-dire les coûts associés à la surveillance par les porteurs de titres des dirigeants des entreprises potentiellement tentés d'abuser de la supériorité de leur information (Jensen et Mekling, 1976). Si ces deux explications sont dominantes dans la littérature théorique qui tente d'expliquer les parts des différents moyens de financement à l'équilibre, leur examen nous donnera l'occasion d'examiner d'autres explications, moins justifiables en théorie (ou seulement en situation de déséquilibre) mais empiriquement importantes.

L'évolution de la fiscalité (faible avant l'instauration de l'impôt sur le revenu en 1913, mais déjà favorable à l'autofinancement du fait des droits prélevés sur les émissions de titres) se caractérise par une hausse de la fiscalité sur les émissions de titres et surtout sur les revenus distribués; parmi ces derniers, les dividendes sont doublement imposés à l'impôt sur les bénéfices et à l'impôt sur le revenu. Aussi bien la structure de la fiscalité que, pour l'essentiel, son évolution sont donc défavorables à l'évolution des formes de financement que nous avons constatées, de sorte que la fiscalité ne saurait l'expliquer. Certes, si on introduit la fiscalité avec d'autres variables explicatives dans une régression économétrique destinée à expliquer l'évolution des montants relatifs obtenus par émission d'actions et d'obligations, elle a bien le signe attendu; mais le rôle beaucoup plus important joué par des variables (par exemple le rendement relatif des deux catégories de titres, mesuré simplement par le coupon rapporté au cours) non justifiées théoriquement en équilibre général montre que les hypothèses nécessaires à ce que la fiscalité joue un rôle dominant ne sont pas remplies. On pourrait penser que ce n'est le cas que parce que les sociétés sont empêchées d'exploiter au maximum l'avantage fiscal de l'endettement par l'existence de plafonds d'endettement imposés par les prêteurs, mais un examen détaillé, permis par nos données individuelles, montre que l'endettement de la plupart des sociétés est modéré au regard des normes de l'époque, et ne saurait expliquer la faiblesse du recours à l'émission obligataire.

Une autre analyse sur les données individuelles suggère, conformément à certaines théories post-keynésiennes, que c'est principalement le besoin de financer une croissance plus rapide qui explique le plus fort recours à la fois au financement externe et aux actions au sein de ce dernier. Cependant, cette explication pose des problèmes d'identification (comment mesurer la croissance anticipée) et donc de causalité (si on utilise la croissance réalisée, l'explication de la croissance par les émissions vaut l'inverse). Cette explication a cependant l'avantage d'être cohérente avec l'évolution dans le temps du rôle du marché dans le financement.

Les théories des coûts de mandat fondés sur des asymétries d'information et sur l'incomplétude des contrats financiers suggèrent une autre explication: le développement du marché boursier et de son rôle dans le financement des entreprises pourrait provenir d'une réduction de ces coûts, réputés avoir nuit à la croissance des marchés financiers modernes (Baskin, 1988). Une étude de la littérature juridique de l'époque nous permet de repérer les occasions de conflits entre épargnants et dirigeants des entreprises (qui à l'époque opposeraient en fait plus souvent petits actionnaires et gros actionnaires dirigeants)⁵. Cette étude, confrontée à celle des statuts et des pratiques de notre échantillon d'entreprises nous permet de définir des indicateurs de coûts de mandat mesurables au niveau

individuel (création de parts de fondateurs rémunérées différemment des actions, d'actions à vote plural, importance des apports en nature, etc). Leur repérage systématique permet alors une analyse de ces coûts beaucoup plus précise que celles qui sont menées habituellement.

Cette analyse fournit des résultats paradoxaux (détaillés dans Hautcoeur, 1997). D'une part l'évolution de la législation et de la jurisprudence ne suggèrent pas de réduction des coûts de mandat (l'effet négatif de l'inflation sur l'information contenue dans les bilans les aggraverait plutôt dans les années 1920), ce qui interdit de les invoquer pour expliquer la croissance qui caractérise à long terme le financement de marché. L'évolution des pratiques des entreprises, qui est loin de tendre à mieux satisfaire d'éventuels actionnaires inquiets, va dans le même sens. D'autre part pourtant, l'examen au niveau individuel montre que ces coûts jouent un rôle non négligeable dans l'allocation des capitaux entre les entreprises, puisque celles dont des indicateurs visibles peuvent faire craindre des abus des dirigeants obtiennent significativement moins de financement du marché que les autres.

Deux solutions à ce paradoxe sont proposées. La première repose sur l'idée que des contrats à la fois implicites et explicites lient les entreprises aux épargnants. En assurant à ces derniers des dividendes élevés (définis dans les statuts en général en fonction du capital nominal, mais prioritaires par rapport aux réserves, y compris d'amortissement, et augmentant en pratique avec les cours), les sociétés cotées leur fournissent une rémunération immédiate en moyenne supérieure à celle des titres à revenu fixe, faisant des actions des placements relativement peu spéculatifs, analogues aux actions prioritaires qui au même moment permettent la création d'un marché pour les titres privés aux Etats-Unis (Navin et Sears, 1955). Le détournement éventuel d'une partie des profits restant par les dirigeants n'est après cette distribution qu'un souci mineur pour les actionnaires, puisque la hausse des cours (en moyenne naturellement plus faible) ne représente pas une partie essentielle de son rendement attendu. Nous fournissons un certain nombre d'arguments statistiques et juridiques en faveur du fonctionnement de tels contrats.

Enfin, on peut penser que les coûts de mandat ne peuvent avoir d'influence substantielle que si la liquidité des titres concernés fait craindre aux actionnaires de ne pouvoir se retirer à temps quand des risques nouveaux apparaissent. À défaut de statistiques inexistantes sur le montant des transactions sur chaque titre, un indicateur de liquidité peut être construit au niveau de chaque entreprise en mesurant la fréquence de cotation de ses titres. Un test économétrique montre que cette variable a un effet favorable sur les émissions et que son introduction diminue l'effet des indicateurs de coûts de mandat.

Si cependant ces solutions semblent expliquer de manière satisfaisante le développement du marché boursier et de son rôle dans le financement entre les années 1890 et la première guerre mondiale, période durant laquelle les prix stables assurent une valeur constante aux dividendes et la liquidité globale du marché augmente (à la fois selon notre indicateur individuel et selon les statistiques globales de l'impôt sur les opérations de Bourse), il n'en est pas de même après 1914. En effet, l'inflation réduit alors à peu de chose la garantie explicite de dividende, les taux de dividendes diminuent (ils restent cependant relativement élevés, suggérant que le contrat implicite n'est pas totalement rompu), tandis que la liquidité stagne ou augmente peu.

III. Déterminants macro-économiques et institutionnels

Nous venons de constater que les déterminants mis en avant par la théorie micro-économique permettent de juger efficace l'allocation instantanée des capitaux investis au cours de chaque période, mais qu'ils ne permettent pas vraiment de comprendre la dynamique de développement de long terme du rôle du marché financier dans le financement que nous avons décrit précédemment. Notre troisième partie examine l'impact des transformations macro-économiques et institutionnelles sur l'évolution structurelle du marché ; elle cherche à envisager dans sa globalité le marché financier et à comprendre à quelle condition les titres privés y trouvent leur place. Elle étudie en premier lieu l'évolution de la demande de titres et les déterminants macro-économiques des offres de titres concurrentes de celles des entreprises privées (celles de l'Etat et de l'étranger). Elle intègre ensuite ces aspects macro-économique dans une analyse du fonctionnement du système financier comme système d'intermédiaires fournissant des services en partie concurrents (ceci inclue les agents de change, les coulissiers mais aussi les banques, à la fois comme organisatrices d'émissions et comme distributrices de titres⁶). Nous cherchons alors à comprendre comment les incitations (largement d'origine macro-économique) qui touchent ces intermédiaires influencent le nombre des sociétés cotées et leur financement. Nous examinons dans cette perspective la concurrence entre le marché officiel et le marché officieux de la coulisse (avant 1914), et les perturbations introduites par la guerre, l'inflation et la dette publique dans les rôles relatifs des différents intermédiaires dans l'entre-deux-guerres.

Avant 1914, le retrait de l'Etat, qui cesse pratiquement d'emprunter tout en versant des intérêts considérables, explique moins la croissance des émissions de titres privés que celle des valeurs étrangères. L'adaptation de

l'ensemble du système financier à ces dernières explique la négligence dont ont pu souffrir les entreprises françaises. C'est donc plutôt la demande de financement des entreprises qui est à l'origine du développement du marché des titres privés. Une analyse en termes de concurrence imparfaite montre cependant que ce développement résulte également d'une réorientation du parquet parisien, qui dans les années 1890 parvient à élargir sa clientèle (d'épargnants comme d'entreprises cotées) en réponse à la concurrence de la coulisse. Le parquet bénéficie du fait que la moyenne bourgeoisie (qui représente une part croissante de la demande de titres) d'une part se tourne vers les titres privés dont le risque semble plus faible qu'auparavant, d'autre part accepte de payer la prime de monopole demandée par le parquet sur les coûts de transaction car elle utilise la cotation comme signal de qualité des titres offerts, et effectue des transactions suffisamment peu fréquentes pour que ces coûts ne modifient pas sensiblement le rendement qu'elle obtient (à l'inverse de la clientèle plus riche opérant en coulisse, souvent à terme ou par options, sur des titres souvent plus exotiques ou sur la rente). En faisant renforcer légalement son monopole sur les titres qu'il cote (quitte à abandonner les autres à la coulisse), le parquet augmente sa part dans les transactions et ses bénéfices tout en contribuant à l'élargissement du marché des titres privés.

Ce mouvement s'accélère après la guerre à la fois du fait des besoins des entreprises et de la transformation du système financier qui résulte des besoins financiers considérables de l'État et de la fin des prêts à long terme à l'étranger. Les banques sont affaiblies par la concurrence des intermédiaires financiers publics et par la détention d'une grande quantité de dette publique. Les revenus des agents de change et des coulissiers sont frappés par le déclin du marché à terme de la rente et par la disparition des opérations sur titres étrangers. Tous cherchent donc à stimuler le développement du marché des titres privés. Cependant, celui-ci s'effectue sur des bases instables. D'abord, les épargnants ne se précipitent sur les achats d'actions que parce qu'elles leur semblent la seule protection contre l'inflation. Ensuite, le fait que les financements de l'État comme des prêts à l'étranger s'effectuent désormais surtout à court terme fragilise l'ensemble du système financier. Alors qu'il accompagne avant 1914 une économie stable, dans laquelle les profits permettent un autofinancement élevé, le recours au marché financier devient parfois après 1919 un substitut trop facile à l'autofinancement. Les entreprises se trouvent de ce fait dans une situation de dépendance envers les émissions, situation dangereuse car le développement rapide du marché résulte de la conjonction de causes appelées à disparaître. Cette disparition a lieu en deux temps.

Tout d'abord, la stabilisation du franc ôte aux actions leur statut de valeurs-refuges et, après la brève euphorie qui suit le "retour à la normale" fait disparaître les anticipations de hausse de leurs cours (les souvenirs de

prix fixes d'avant guerre sont encore dans les mémoires), ce qui entraîne un retour vers les obligations et une baisse des cours des actions dès le début de 1929 (alors même que rien ne permet d'affirmer que le marché français ait connu une bulle financière comparable à celle de New-York). Par la suite, le début de la crise économique provoque la fuite devant les titres privés, d'autant plus dommageable aux entreprises que les émissions de l'État reprennent massivement. L'accélération du développement du marché boursier dans les années 1920 l'a ainsi conduit hors du chemin d'équilibre qu'il suivait avant 1914. Le financement massif par le marché qui a lieu alors est le résultat d'un concours de circonstances dont la disparition affaiblit fortement les entreprises et les conduit, comme les épargnants, à se détourner durablement du marché boursier.

Nous avons au cours de cette étude tenté d'articuler des méthodes et des niveaux d'analyse variés au service d'une même question: comment mesurer et expliquer le rôle du marché dans le financement des entreprises françaises entre 1890 et 1939. La croissance absolue et relative de ce rôle, en particulier de celui des émissions d'actions réalisées par des entreprises industrielles auparavant exclues de la Bourse, nous semble clairement démontrée. Il est clair que la logique de la seconde révolution industrielle joue un rôle dans le dynamisme de l'offre de titres par des entreprises appartenant souvent aux nouveaux secteurs en expansion. Parmi les candidates, toutes les entreprises ne sont certes pas choisies: non seulement les investisseurs semblent parvenir à sélectionner celles dont les perspectives de croissance sont les meilleures, mais ils excluent celles dont les dirigeants leur semblent susceptibles de léser leurs intérêts. Quelle que soit l'importance de ces considérations, la croissance du marché offert aux entreprises privées ne peut s'expliquer entièrement qu'en le situant dans une vision d'ensemble du système financier, c'est-à-dire de l'ensemble des relations souvent conflictuelles entre intermédiaires qui mettent en contact les demandes de l'Etat, des emprunteurs étrangers et des entreprises avec l'offre des épargnants. Avant 1914, la lenteur relative des évolutions macro-économiques déstabilisant ce système lui permet de trouver un nouvel équilibre après chaque choc. Il n'en est plus de même dans l'entre-deux-guerres.

Références:

Baskin, J.B. (1988), "The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914 : overcoming asymmetric information", *Business History Review*, LXII, pp. 199-237.

- Gallais-Hamono, G. & P.-C. Hautcœur (à paraître), *Le marché financier français au XIXe siècle*, Association d'économie financière.
- Hautcœur, P.-C. (1993), "Le financement des entreprises françaises de 1890 à 1936 : une approche microéconomique sur données boursières", *Économie & Statistiques*, n°268-69, pp. 141-57.
- Hautcœur, P.-C. (1997), "Information asymmetries, agency costs and the financing of french firms, 1890-1939", paper presented to the third world congress of cliometrics, Munich.
- Jensen M. & W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, III, pp. 305-360.
- Lemarchand, Y. (1993), *Du déperissement à l'amortissement, enquête sur l'histoire d'un concept et de sa traduction comptable*, 2 vol., thèse de sciences de la gestion, Paris XII.
- Marnata F. (1973), *La Bourse et le financement des investissements*, A. Colin.
- Modigliani F. & M. H. Miller (1963), "Corporate income tax and the cost of capital : a correction", *American economic review*, LIII, n°3, juin.
- Navin, Th.R. & M.V. Sears (1955), "The rise of a market for industrial securities, 1887-1902", *Business History Review*, XXIX, n°2, June, pp. 105-38.
- Neuburger, A. (1937), *Le détournement de pouvoir dans les sociétés anonymes*, Sirey.
- Nishimura, S. (1995), "The French Provincial Banks, the Banque de France, and Bill Finance, 1890-1913", *Economic History Review*, 48(3), Août, 536-54.
- Teneul, G. H. (1960), *Contribution à l'histoire du financement des entreprises en France depuis la fin du XIXe siècle*, Paris: L.G.D.J.

**Graphique 1 : nombre de sociétés inscrites à la cote officielle
et leurs émissions d'actions et d'obligations**

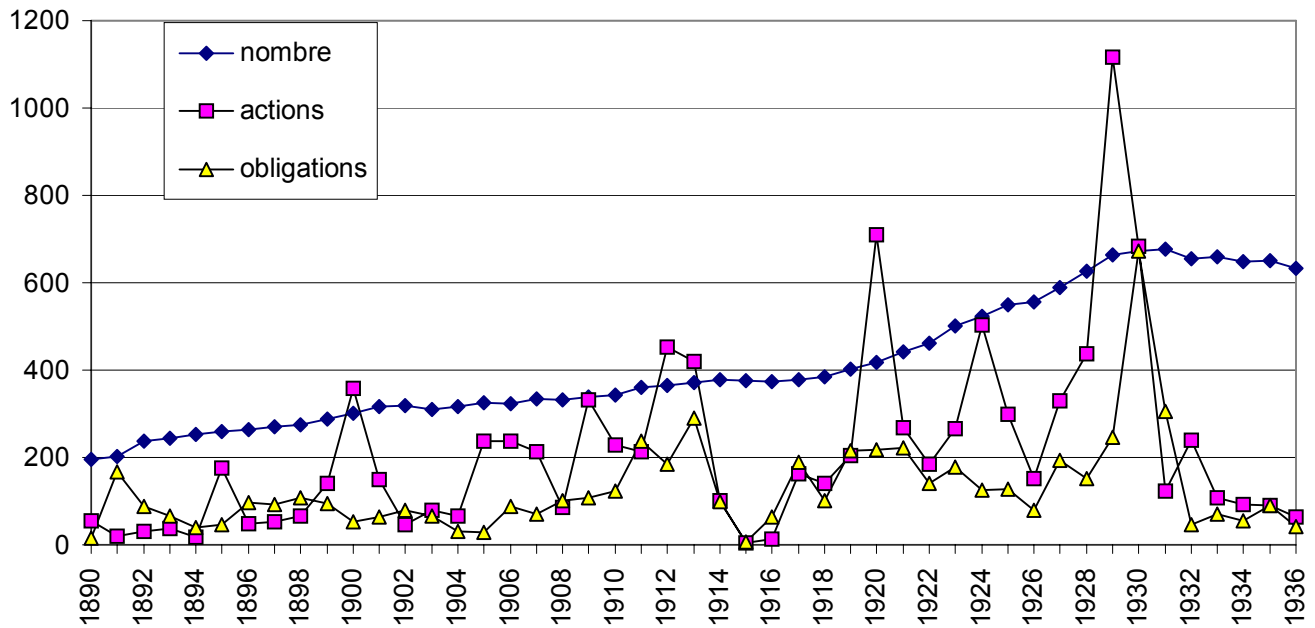


Tableau 1 : formes de financement des societes cotees durant deux periodes														
Secteurs	139 sociétés cotées de 1891 à 1913							274 sociétés cotées de 1913 à 1936						
	nb	1891	1913	app	act.	oblig	autof	nb	1913	1936	app	act.	oblig	autof
Services	52	2657	4744	0	13	1	86	79	5830	9793	3	28	5	67
Transports	16	700	928	1	22	36	42	29	1206	1530	4	106	145	-150
B. d'investissement	12	162	523	5	10	17	73	35	1411	3480	9	55	39	6
B. intermédiaires	12	332	446	0	0	11	88	24	821	4811	16	27	11	62
Énergie	23	717	949	4	8	16	76	61	3710	13959	8	36	30	34
B. de consommation	24	344	536	0	8	2	90	46	1024	4156	3	25	5	70
Taille														
Petites	95	902	1932	2	9	11	81	153	1638	6876	9	37	18	45
Moyennes	34	1862	2623	1	13	8	79	109	7015	21626	10	33	23	43
Grandes	10	2147	3571	1	13	6	80	12	5349	9226	0	33	17	49
Total	139	4911	8127	1	12	8	80	274	14001	37728	7	34	21	45

Légende: Le tableau indique successivement le nombre de sociétés, leur capitalisation boursière en début et en fin de période (en millions de francs courants), la part des apports en nature lors de fusions dans la croissance totale de leurs actifs durant la période (en pourcentage), puis les parts respectives des actions, obligations et de l'autofinancement dans la croissance de leurs actifs nette des apports ($act+obl+autof=100$). On mesure la taille des sociétés par leur capitalisation boursière en début de période. Les petites sociétés sont de taille inférieure à 25 millions, les moyennes entre 25 et 100 pour la première période et entre 25 et 200 millions pour la seconde période. Les grandes sont de celles qui restent.

Notes

¹ Cet article résume les principales conclusions d'une thèse de doctorat de sciences économiques soutenues à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) le 22 octobre 1994 devant un jury composé de Messieurs les Professeurs A. Babeau (Paris IX, Président), Ch. De Boissieu (Paris I, directeur de recherche), M. Lévy-Leboyer (Paris X, rapporteur), J. Métais (Paris IX, rapporteur), V. Lévy-Garboua (BNP) et E. White (Rutgers).

² Nous nous restreignons aux entreprises françaises exploitant en France pour des raisons d'homogénéité, et excluons les chemins de fer et le Crédit foncier du fait des interventions publiques dans leurs choix et leurs possibilités de financement.

³ Teneul (1960) estime leur part à 1% du financement de l'investissement au maximum durant notre période. Ce point a été critiqué récemment (Nishimura, 1995). Pourtant, les arguments avancés sont peu convaincants: si des crédits à court terme étaient souvent renouvelés, ils pouvaient toujours ne pas l'être, ce qui devait freiner leur usage à des fins d'investissement. Les cas cités concernent des sociétés de petite taille, sans accès au marché boursier. La demande de cotation est d'ailleurs souvent liée au désir d'obtenir des financements sans recourir aux banques, ou plus encore au désir de celles-ci de se retirer. Le financement d'investissements par des crédits bancaires n'est donc au mieux qu'un phénomène de court terme, qui disparaît dès qu'une émission d'obligations permet de les consolider à un coût inférieur. Ainsi, la relation 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 est très nettement négative sur données annuelles, ce qui suggère que les entreprises arbitrent à court terme entre endettement à court et à long terme; mais la prime en question n'est en rien corrélée avec la part des obligations dans le financement des investissements: à long terme, les investissements sont toujours financés par des ressources longues.

⁴ Le tableau montre que cette évolution est vérifiée pour les entreprises de toutes tailles et spécialement des secteurs industriels. Une étude à l'échelle de sous-périodes plus brèves correspondant aux décennies ne modifie pas qualitativement ce résultat: le rôle de l'autofinancement est plus faible dans les années 1920 qu'avant-guerre, même si c'est dans une moindre mesure que lorsque les années 1930 sont incluses (au cours desquelles les pertes de beaucoup d'entreprises conduisent à un autofinancement nul ou négatif).

⁵ Pour une présentation incomplète mais synthétique de ces conflits, cf. Neuburger (1937).

⁶ Pour plus de détails sur les institutions du marché financier, cf. Gallais-Hamono et Hautcoeur (à paraître).